EUROPESE
COMMISSIE

Brussel, 30.9.2015
COM(2015) 468 final

MEDEDELING VAN DE COMMISSIE AAN HET EUROPEES PARLEMENT, DE RAAD, HET EUROPEES ECONOMISCH EN SOCIAAL COMITÉ EN HET COMITÉ VAN DE REGIO'S

Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie

{SWD(2015) 183 final}
{SWD(2015) 184 final}

Inhoudsopgave

INLEIDING

De Commissie heeft als topprioriteit de Europese economie te versterken en investeringen te stimuleren om banen te scheppen. Het investeringsplan van 315 miljard EUR, dat nu minder dan een jaar na het aantreden van de Commissie operationeel is, zal dit proces een verdere impuls geven. Om te komen tot meer langetermijninvesteringen hebben we krachtiger kapitaalmarkten nodig. Hiermee worden aan ondernemingen nieuwe financieringsbronnen ter beschikking gesteld, worden aan spaarders meer keuzemogelijkheden geboden en wordt de economie weerbaarder. Om die reden rekent voorzitter Juncker het opbouwen van een echte eengemaakte markt voor kapitaal – een kapitaalmarktenunie voor alle 28 lidstaten – tot zijn topprioriteiten.

Het vrije verkeer van kapitaal was een van de grondbeginselen waarop de EU is gebouwd. Hoewel de afgelopen 50 jaar vooruitgang is geboekt, zijn de Europese kapitaalmarkten nog relatief onderontwikkeld en versnipperd. De Europese economie is even groot als die van de VS, maar de Europese aandelenmarkten zijn minder dan de helft zo groot en de obligatiemarkten minder dan een derde zo groot. De kloof tussen de lidstaten onderling is zelfs nog groter dan tussen Europa en de VS. Meer geïntegreerde kapitaalmarkten zullen leiden tot grotere efficiëntie en zullen Europa's financieringscapaciteit ondersteunen met het oog op groei.

De kapitaalmarktenunie zal de derde pijler van het investeringsplan voor Europa versterken. Zij zal voordelen opleveren voor alle 28 lidstaten maar zij zal ook de economische en monetaire unie schragen door economische convergentie te stimuleren en economische schokken in de eurozone te helpen opvangen, zoals toegelicht in het verslag van de vijf voorzitters over de voltooiing van de economische en monetaire unie.

Sterkere kapitaalmarkten zullen een aanvulling vormen op Europa's sterke traditie van bankfinanciering. Zij zullen ook zorgen voor:

- **een betere ontsluiting van investeringen uit de EU en de rest van de wereld:** Een kapitaalmarktenunie zal helpen kapitaal in Europa te mobiliseren en het te kanaliseren naar alle bedrijven, met inbegrip van kmo's, infrastructuur en duurzame langetermijnprojecten die daaraan behoefte hebben om uit te breiden en banen te creëren. Zij biedt huishoudens betere mogelijkheden om hun pensionering veilig te stellen.

- **een betere koppeling tussen financiering en investeringsprojecten in de hele EU:** Lidstaten met kleine markten en een hoog groeipotentieel hebben veel te winnen uit een betere aanwending van kapitaal en investeringen in hun projecten. Lidstaten met meer ontwikkelde kapitaalmarkten zullen profiteren van meer grensoverschrijdende mogelijkheden tot investeren en sparen.

- **een stabieler financieel systeem:** Geïntegreerde financiële en kapitaalmarkten kunnen lidstaten, met name binnen de eurozone, helpen de gevolgen van schokken te spreiden. Door toegang te bieden tot een breder scala van financieringsbronnen kan worden bijgedragen tot een verdeling van financiële risico's, hetgeen Europese burgers en ondernemingen in de toekomst minder kwetsbaar maakt voor contracties in het bankwezen. Voorts maken beter ontwikkelde aandelenmarkten, in tegenstelling tot een hogere schuldenlast, meer investeringen mogelijk op lange termijn.

- **sterkere financiële integratie en meer concurrentie:** Meer grensoverschrijdende risicodeling, diepere en meer liquide markten en gediversifieerde financieringsbronnen

zullen leiden tot verdieping van de financiële integratie, verlaging van de kosten en versterking van het Europese concurrentievermogen.

In eenvoudiger bewoordingen, een kapitaalmarktenunie zal zorgen voor een sterkere band tussen sparen en groeien. Spaarders en beleggers zullen meer mogelijkheden en een beter rendement krijgen. Ondernemingen zullen in verschillende fasen van hun ontwikkeling meer keuzemogelijkheden voor hun financiering krijgen.

Waarom is dit de moeite waard?

Enkele voorbeelden kunnen de potentiële voordelen illustreren. In vergelijking met de VS halen de Europese kleine en middelgrote ondernemingen vijf keer minder financiering op in de kapitaalmarkten. Als onze durfkapitaalmarkten even diep waren, zou tussen 2008 en 2014 niet minder dan 90 miljard EUR aan financiële middelen beschikbaar zijn gesteld voor de financiering van ondernemingen. Als Europese securitisaties – op veilige wijze – nieuw leven kan worden ingeblazen – tot het gemiddelde niveau van de uitgiften van vóór de crisis, zouden de banken een extra bedrag van meer dan 100 miljard EUR kunnen vrijmaken voor kredieten aan de particuliere sector. En als securitisatie voor kmo's opnieuw werd opgebouwd tot de helft van het crisispiekniveau, zou dit een aanvullende financiering van 20 miljard EUR kunnen opleveren. De investeringsbehoeften zijn dan ook groot -- zo wordt bijvoorbeeld geraamd dat voor de overschakeling van de EU naar een koolstofarme economie jaarlijks 200 miljard EUR aan investeringen nodig is[1].

Een kapitaalmarktenunie moet de EU dichter bij een situatie brengen waarin bijvoorbeeld kleine en middelgrote ondernemingen even gemakkelijk als grote bedrijven financiering kunnen aantrekken, waarin de kosten voor beleggingen en toegang tot beleggingsproducten in de EU convergeren, het steeds eenvoudiger wordt financiering via de kapitaalmarkten te verkrijgen en te zoeken naar financiering in een andere lidstaat zonder gehinderd te worden door onnodige juridische of toezichtsbarrières.

Een actieplan voor een kapitaalmarktenunie

Op de raadplegingen die de Commissie vanaf februari heeft gehouden, zijn meer dan 700 reacties binnengekomen. In de feedback is alom het belang van de opbouw van een kapitaalmarktenunie onderstreept, en zowel het Europees Parlement[2] als de Raad[3] hebben forse steun betuigd voor een stapsgewijze aanpak. De onderwerpen die in onze raadpleging aan bod kwamen, bleken juist te zijn en moeten onze aandacht moeten krijgen.

De kapitaalmarktenunie kan niet met één enkele maatregel tot stand worden gebracht. In plaats daarvan zullen er een reeks stappen zijn, waarvan de cumulatieve impact belangrijk zal zijn. De Commissie zal maatregelen nemen om de barrières tussen het geld van de beleggers en de beleggingskansen op te heffen, en zal de obstakels aanpakken die ondernemingen verhinderen beleggers te bereiken. Het systeem voor het kanaliseren van deze financiële middelen moet zo efficiënt worden ingericht, zowel nationaal als grensoverschrijdend.

Aangezien nauwere integratie van kapitaalmarkten en geleidelijke opheffing van de resterende nationale belemmeringen nieuwe risico's voor de financiële stabiliteit kan teweegbrengen, zullen wij maatregelen ondersteunen om te komen tot meer convergentie in

[1] PRIMES, effectbeoordeling voor 2030.

[2] Resolutie van het Europees Parlement over het opbouwen van een kapitaalmarktenunie (2015/2634 (RSP))

[3] Conclusies van de Raad van de EU over een kapitaalmarktenunie van 19 juni.

het toezicht, zodat de kapitaalmarkttoezichthouders eendrachtig optreden en over sterkere instrumenten kunnen beschikken om de systeemrisico's zorgvuldig te beheren.

Op basis van de feedback en onze eigen analyse zal de Commissie maatregelen nemen op de volgende prioritaire gebieden:

Europese ondernemingen en kmo's meer financieringsmogelijkheden bieden

In elke fase van de financieringsladder en op openbare markten ondervinden Europese bedrijven belemmeringen om financiering op de kapitaalmarkten aan te trekken. Kleinere bedrijven ondervinden belemmeringen om aandelenkapitaal en schuldfinanciering aan te trekken. De Commissie zal:

- de prospectusrichtlijn moderniseren om openbare fondsenwerving voor bedrijven goedkoper te maken, regelgevingsbelemmeringen voor kleine ondernemingen met een notering op aandelen- en obligatiemarkten evalueren en de beursgang van kleine ondernemingen promoten in Europese adviesstructuren;

- een pakket maatregelen lanceren ter ondersteuning van durfkapitaal- en aandelenfinanciering in de EU, ook door particuliere investeringen met Europese middelen op te wekken via pan-Europese paraplufondsen, hervorming van de regelgeving en bevordering van beste praktijken voor fiscale stimulansen;

- innovatieve vormen van bedrijfsfinanciering bevorderen zoals crowdfunding, onderhandse plaatsing en fondsen voor kredietverstrekking, en daarbij de bescherming van beleggers en de financiële stabiliteit garanderen; en ook

- onderzoeken hoe een pan-Europese aanpak kan worden opgebouwd om kmo's beter te doen aansluiten bij de diverse financieringsbronnen.

Een passend regelgevingsklimaat voor langetermijn- en duurzame investeringen en voor financiering van Europese infrastructuur

Europa heeft behoefte aan aanzienlijke hoeveelheden nieuwe duurzame investeringen op lange termijn om zijn concurrentievermogen te behouden en te verbeteren. Overheidssteun door maatregelen zoals het investeringsplan voor Europa van 315 miljard EUR kan helpen maar er zijn meer maatregelen nodig om particuliere investeringen over langere termijn aan te lokken. De Commissie zal:

- de kalibratie van Solvabiliteit II spoedig herzien om beter rekening te houden met het werkelijke risico van investeringen in infrastructuur, gevolgd door een evaluatie van de wijze waarop bankblootstellingen met betrekking tot infrastructuur worden behandeld in het kader van de verordening kapitaalvereisten; en ook

- de cumulatieve effecten van eerdere hervormingen van de regelgeving evalueren met het oog op coherentie en consistentie, als onderdeel van het initiatief van de Commissie inzake betere regelgeving en voortbouwend op de werkzaamheden die in 2013 in het Europees Parlement zijn aangevangen met betrekking tot de coherentie van de EU-wetgeving voor financiële diensten.

Meer investeringen en meer keuzemogelijkheden voor kleine en institutionele beleggers

Retailspaartegoeden die direct of indirect worden aangehouden door vermogensbeheerders, levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, zijn uiterst belangrijk om kapitaalmarkten te ontsluiten. Uit de raadpleging is gebleken dat voor de toekomstige spaarinspanningen van retailbeleggers een groter beleggersvertrouwen, meer transparantie, rechtszekerheid en keuze een hulp kunnen zijn om de juiste investeringen te verrichten. De Europese sector van het vermogensbeheer werkt in het algemeen goed maar er moet meer worden gedaan om het recht van vestiging en dienstverlening ("passporting") alsook de grensoverschrijdende concurrentie te verbeteren. De Commissie zal:

- onderzoeken, via een later dit jaar te publiceren groenboek, op welke wijze de keuze en de concurrentie op het gebied van grensoverschrijdende financiële diensten voor consumenten kan worden gestimuleerd. Zij zal ook het regelgevingskader voor retailbeleggingen beoordelen en daarbij in het bijzonder kijken naar de verhoging van de transparantie en de kwaliteit en beschikbaarheid van beleggingsadvies rekening houdend met de groeiende hoeveelheid onlinediensten;

- onderzoeken hoe meer keuzemogelijkheden voor pensioensparen kunnen worden geboden en een Europese markt voor particuliere pensioenen kan worden opgebouwd, waarvan pensioenverstrekkers gebruik kunnen maken om particuliere pensioenen in de EU aan te bieden; en ook

- een effectief Europees paspoort voor financieringen invoeren door vergoedingen voor grensoverschrijdende financiering af te schaffen en belemmeringen op te heffen met het oog op meer concurrentie en keuze voor de consument.

De leencapaciteit van banken verhogen

Als kredietverleners – die een belangrijk deel van de economie financieren – en als intermediairs op de kapitaalmarkten zullen banken een centrale rol spelen in de kapitaalmarktenunie. Banken beschikken over een sterke lokale verankering en kennis: bancaire kredietverlening zal naast kapitaalmarkten de belangrijkste financieringsbron blijven voor vele ondernemingen. De Commissie zal:

- eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde Europese securitisaties nieuw leven inblazen om capaciteit vrij te maken op bankbalansen en de weg te banen voor investeringsmogelijkheden op lange termijn;

- onderzoeken welke mogelijkheden lokale kredietverenigingen voor alle lidstaten kunnen bieden om hun activiteiten buiten het toepassingsgebied van de EU-kapitaalvereisten voor banken te ontplooien;

- onderzoeken of en hoe een pan-Europees kader voor gedekte obligaties kan worden opgebouwd, uitgaande van goed functionerende nationale regelingen, en de haalbaarheid van soortgelijke regelingen voor kmo-leningen onderzoeken.

Voor alle 28 lidstaten grensoverschrijdende barrières weghalen en de ontwikkeling van kapitaalmarkten bevorderen

Ondanks de vooruitgang die de afgelopen decennia is geboekt voor de ontwikkeling van een interne markt voor kapitaal, bestaan er nog veel belemmeringen voor grensoverschrijdende investeringen. Deze variëren van hinderpalen die hun oorsprong vinden in het nationale recht, zoals het insolventie-, belasting- en effectenrecht, tot obstakels als gevolg van een versnipperde marktinfrastructuur. Daarom hebben wij het voornemen:

- overleg te plegen over de belangrijkste barrières op het gebied van insolventie en een wetgevingsinitiatief inzake insolventie van bedrijven voor te stellen, waarin de grootste obstakels voor het vrije verkeer van kapitaal worden aangepakt, voortbouwend op goed functionerende nationale regelingen;

- de onzekerheid omtrent de eigendom van effecten aan te pakken en te streven naar verbeteringen in de regelingen voor clearing en afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties;

- de ontwikkeling van kapitaalmarkten in alle 28 lidstaten te ondersteunen, als onderdeel van het Europees semester alsmede door de lidstaten op maat gesneden steun te verlenen, om de administratieve capaciteit te versterken via de dienst voor ondersteuning van structurele hervormingen van de Commissie;

- samen te werken met de Europese toezichthoudende autoriteiten (ETA's) om een strategie te ontwikkelen en uit te voeren voor de versterking van convergentie, en te bepalen op welke gebieden een meer collectieve benadering de werking van de interne markt voor kapitaal kan verbeteren;

- gebruik te maken van de komende evaluatie van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) en van de internationale activiteiten om ervoor te zorgen dat de nationale en Europese macroprudentiële autoriteiten kunnen beschikken over instrumenten om passend te reageren op ontwikkelingen op de kapitaalmarkten.

In dit actieplan worden de bouwstenen gelegd om tegen 2019 een goed functionerende en geïntegreerde kapitaalmarktenunie op te richten, die alle lidstaten omvat. Dit is een langetermijnproject maar wij zullen snel vooruitgaan. De Commissie zal de resultaten evalueren en de prioriteiten opnieuw beoordelen in 2017.

De richting die wij moeten uitgaan is duidelijk: de interne markt voor kapitaal van onderaf opbouwen, barrières aanwijzen en één na één neerhalen, een gevoel van dynamiek creëren en het vertrouwen in investeringen in de toekomst van Europa verder aanwakkeren. Het vrije verkeer van kapitaal was een van de grondbeginselen waarop de EU is gebouwd. Laat ons meer dan 50 jaar na het Verdrag van Rome de kans grijpen om deze visie in de realiteit om te zetten.

1. DE WEG NAAR GROEI -- FINANCIERING VOOR INNOVATIE, STARTENDE BEDRIJVEN EN NIET-BEURSGENOTEERDE ONDERNEMINGEN

Nieuwe starters zijn essentieel om de groei van de economie aan te drijven. In de hele EU geven kleine en middelgrote ondernemingen (kmo's) 2 op 3 mensen werk en produceren zij 58 cent in iedere euro aan toegevoegde waarde[4]. Ondernemers met veelbelovende bedrijfsplannen moeten toegang krijgen tot financiering om hun ideeën te kunnen realiseren. Succesvolle ondernemingen moeten voor hun uitbreiding toegang tot financiering krijgen tegen aantrekkelijke voorwaarden. De financieringsmogelijkheden voor groeiende ondernemingen die aandelenkapitaal willen aantrekken of op zoek gaan naar andere vormen van krediet buiten de banksector, zijn in Europa echter onvoldoende ontwikkeld. Dit is met name het geval voor de Europese kmo's, die meer dan 75 % van hun externe financiering uit bankleningen betrekken. Een succesvolle kapitaalmarktenunie moet het scala van

---

[4] Europese Commissie (2014), Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery, blz. 24.

financieringsopties voor groeiondernemingen verruimen. Deze mogelijkheden moeten bestaan en beschikbaar zijn voor ondernemers in alle 28 EU-lidstaten en in alle stadia van de „financieringsladder”.

1.1. De financiering van de opstartfase

Banken kunnen dankzij hun sterke lokale netwerken en betrekkingen het grootste deel van de externe financiering voor Europese kmo’s leveren. De afgelopen jaren zijn als aanvulling hierop steeds meer uiteenlopende niet-bancaire financieringsbronnen opgedoken die bedrijven ondersteunen. Deze variëren van moneylending- en donorenplatforms, ondernemingen die hun facturen verhandelen en peer-to-peer lending tot investment-based crowdfunding of steun van business angels.

Crowdfunding bijvoorbeeld maakt in sommige lidstaten een snelle ontwikkeling door. Er zijn op dit moment meer dan 500 platforms die een breed scala van diensten in de EU aanbieden[5]. Gezien het overheersend lokale karakter van deze activiteiten ondernemen de lidstaten met de meeste crowdfunding stappen om de voorwaarden voor dit nieuwe bedrijfsmodel te verduidelijken. Op effecten gebaseerde crowdfundingplatforms kunnen worden toegestaan op grond van de richtlijn markten voor financiële instrumenten (MiFID) en beschikken over een paspoort om in de hele EU gereguleerde diensten en activiteiten uit te oefenen[6]. Er is momenteel geen EU-kader dat specifiek van toepassing is op crowdfunding op basis van leningen. De EU moet zorgen voor een zorgvuldig evenwicht tussen de doelstellingen van bescherming van de belegger en de verdere ontwikkeling van crowdfunding. Indien te vroeg wordt gereguleerd, zou dit de opmars van dit snel groeiende en innovatieve financieringskanaal niet stimuleren maar belemmeren. De Commissie heeft een stakeholderforum voor crowdfunding opgericht ter ondersteuning van beleidsontwikkeling op dit gebied en heeft een studie gelanceerd om gegevens over crowdfundingmarkten in de hele EU te verzamelen en te analyseren en om de effecten van nationale wetgeving te beoordelen. Voortbouwend op bestaande werkzaamheden[7] zal de Commissie een verslag publiceren over de ontwikkeling van Europese crowdfunding.

De Commissie zal de nationale regelingen en beste praktijken evalueren en toezicht houden op de ontwikkeling van de crowdfundingsector. Na deze evaluatie zal de Commissie besluiten op welke wijze deze nieuwe financieringsbron in de hele Unie het best verder kan worden ontwikkeld.

Business angels zijn vaak ervaren ondernemers die bereid zijn financiële en andere steun te bieden aan startende bedrijven. Zij vormen een steeds belangrijker bron van aandelenkapitaal op het niveau van zaaikapitaal en in de vroegste fase van de oprichting van de onderneming. Het bedrag aan kapitaal dat door Europese business angels is belegd, blijft beperkt[8]:

---

[5] Raming op basis van gegevens uit 22 EU-lidstaten in 2014. Bron: Crowdsurfer Ltd en Ernst & Young LLP "Crowdfunding: Mapping EU markets and events study", 2015.

[6] Indien het crowdfundingplatform een vergunning als beleggingsonderneming heeft en aan de toepasselijke eisen van de MiFID voldoet.

[7] Europese Autoriteit voor effecten en markten, opinie en advies over investment-based crowdfunding, ESMA/2014/1378 en ESMA/1560, 18.12.2014; Advies van de Europese Bankautoriteit over crowdfunding op basis van leningen, EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

[8] Niet alle investeringen van business angels zijn rechtstreeks meetbaar. Volgens sommige schattingen zou het totaal aan investeringen door business angels groter kunnen zijn dan de durfkapitaalinvesteringen in een aantal Europese landen met goed ontwikkelde business-angelmarkten - zie OESO (2011), Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors.

357 miljoen EUR in 2013, waarvan meer dan de helft geconcentreerd in slechts drie lidstaten (Verenigd Koninkrijk, Spanje en Frankrijk)[9]. Europa heeft behoefte aan een sterker netwerk van business angels, dat in staat is om grensoverschrijdend in de EU te werken. De Commissie zal grensoverschrijdende netwerkvorming en capaciteitsopbouw voor business angels blijven steunen, met bijzondere aandacht voor Centraal- en Oost-Europa, om grensoverschrijdende platforms te ontwikkelen, business angels in verbinding te stellen met innovatieve kmo's en match-funding te bevorderen.

1.2. De vroege ontwikkelingsfase

Snel ontwikkelende ondernemingen met een groot groeipotentieel maar een beperkt bedrijfskapitaal kunnen op kritieke momenten in hun uitbreidingsfase af te rekenen krijgen met financieringstekorten. Voorschotten in rekening-courant of kortlopende kredietfaciliteiten alleen kunnen vaak niet in deze behoeften voorzien. Uit de reacties op de raadpleging is gebleken dat het Europese financiële stelsel het slechtst presteert in de fase van de expansie. Aangezien deze bedrijven het potentieel hebben om uit te groeien tot toekomstige grote werkgevers, kunnen de gemiste kansen voor de Europese samenleving zeer groot zijn[10].

Durfkapitaal speelt een cruciale rol in het ondersteunen van groei en biedt ondernemers dan ook de mogelijkheid kapitaal van Europa en elders aan te trekken. Risicokapitaal is doorgaans langetermijnkapitaal (eigen vermogen) dat wordt aangebracht via fondsen die de belangen van investeerders bundelen en het risico spreiden. De Europese durfkapitaalfondsen blijven echter relatief klein. Met een omvang van circa 60 miljoen EUR is het gemiddelde Europese durfkapitaalfonds maar half zo groot als in de Verenigde Staten, terwijl 90 % van de investeringen in durfkapitaal in de EU geconcentreerd is in slechts 8 lidstaten[11]. Risicodeling met de overheidssector kan bijdragen tot een schaalvergroting van durfkapitaalfondsen in Europa en van de voetafdruk van het bedrijfsleven in alle 28 lidstaten, en kan ook fungeren als katalysator voor investeringen door de particuliere sector, door de omvang, de diversiteit en het geografisch bereik daarvan verder te bevorderen. Het stimuleren van paraplufondsen kan met name bijdragen tot meer particuliere investeringen in durfkapitaal door het aantrekken van institutionele beleggers.

In de EU-wetgeving zijn pogingen ondernomen om de regelgevende voorwaarden vast te stellen voor een succesvol gebruik van Europees durfkapitaal. In de verordening betreffende Europese durfkapitaalfondsen (EuVECA)[12] en de verordening inzake Europees sociaalondernemerschapsfondsen (EuSEF)[13] wordt met name bepaald onder welke voorwaarden deze fondsen kunnen worden aangeboden aan instellingen en aan kapitaalkrachtige personen in de EU. Het EuVECA-paspoort en het EuSEF-paspoort zijn momenteel echter alleen beschikbaar voor kleinere fondsexploitanten die vermogensportefeuilles van minder dan 500 miljoen EUR beheren. Wijzigingen in deze verordeningen kunnen bevorderlijk zijn voor de effectiviteit van de paspoorten, bijvoorbeeld

---

9 Bron: EBAN Statistics Compendium 2014. Gegevens beschikbaar voor 21 lidstaten.

10 Volgens gegevens uit15 OESO-landen voor de periode 2001-11 spelen jonge bedrijven een cruciale rol bij het scheppen van werkgelegenheid. Jonge bedrijven scheppen stelselmatig meer arbeidsplaatsen dan zij afstoten. Met name vertegenwoordigen de bedrijven met minder dan 50 werknemers ongeveer 11 % van de werkgelegenheid en zijn zij in het algemeen goed voor meer dan 33 % van alle nieuw gecreëerde banen in het bedrijfsleven, terwijl hun aandeel in het verlies van arbeidsplaatsen ongeveer 17 % bedraagt. (Bron: OESO (2013), Science, Technology and Industry Scoreboard).

11 Bron: European Private Equity & Venture Capital Association.

12 Verordening (EU) nr. 345/2013.

13 Verordening (EU) nr. 346/2013.

door grotere fondsbeheerders in de mogelijkheid te stellen EuVECA- en EuSEF-middelen op te bouwen en te verhandelen, waardoor de drempel om te investeren verlaagt zodat meer beleggers worden aangetrokken en grensoverschrijdende verhandeling en investeringen gemakkelijker worden.

Ook kunnen fiscale prikkels worden gebruikt om financiering met eigen vermogen te ondersteunen, met name voor innovatieve ondernemingen en start-ups[14]. De Commissie zal onderzoeken hoe nationale fiscale prikkels voor durfkapitaal en business angels investeringen in kleine en middelgrote ondernemingen en startende bedrijven kunnen bevorderen en zij zal beste praktijken in de lidstaten aanmoedigen.

Om de financiering van durfkapitaal en kmo's aan te vullen in het kader van het investeringsplan zal de Commissie een ruim pakket maatregelen voorstellen ter ondersteuning van durfkapitaal en risicokapitaalfinanciering in de EU. Dit omvat wijzigingen van de EuVECA- en EuSEF-wetgeving en voorstellen voor een reeks pan-Europese paraplufondsen voor durfkapitaal en fondsen voor meerdere landen, die door de EU-begroting worden ondersteund om particulier kapitaal te mobiliseren. Dit uitgebreide pakket zal ook zorgen voor verdere bevordering van beste praktijken op het gebied van fiscale stimulansen.

De overheid kan financiële instellingen ook steun verlenen bij het opzetten van groeifondsen voor ondernemingen ter bevordering van eigen vermogen ten behoeve van kmo's. Door goede praktijken uit te wisselen over het opzetten van groeifondsen voor ondernemingen, zouden de lidstaten de voordelen van deze regelingen nog verder uitbreiden tot een breder scala van kmo’s. De Commissie zal met de lidstaten en de prudentiële toezichthouders samenwerken om de ontwikkeling te ondersteunen van door de bedrijfswereld aangestuurde groeifondsen voor financiering van eigen vermogen van kmo's.

1.3. Ondersteuning van kleine en middelgrote ondernemingen met behoeften aan financiering

De informatiekloof tussen kmo’s en investeerders kan een hinderpaal vormen voor niet-bancaire financiering. Met name de onderzoekskosten kunnen voor potentiële investeerders een belemmering zijn om te onderzoeken en te beoordelen welke bedrijven aantrekkelijk zijn als belegging. Het is niet alleen nodig dat kleine ondernemingen die financieringsbehoeften hebben, beter op de hoogte zijn van de door de markt geboden voor hen beschikbare financieringsmogelijkheden, ondernemingen moeten ook meer zichtbaarheid krijgen voor lokale en pan-Europese beleggers.

Kmo's moet in de eerste plaats duidelijk worden geïnformeerd, door een reeks overheids- en marktinitiatieven, over de te bewandelen weg naar beschikbare marktgebaseerde financiering. Dergelijke informatie zou om te beginnen moeten bestaan in feedback die aan kmo's wordt gegeven over de redenen van weigering van aangevraagde kredieten[15], in sommige gevallen namelijk omdat er betere passende alternatieve financieringsmogelijkheden zijn.

---

[14] In de richtsnoeren van de Commissie inzake staatssteun ter bevordering van risicofinancieringsinvesteringen wordt verduidelijkt onder welke voorwaarden lidstaten regelingen kunnen instellen ter bevordering van durfkapitaal, 2014/C 19/04.

[15] Zoals verplicht gesteld bij de nieuwste verordening kapitaalvereisten, artikel 431, lid 4.

Daarnaast wordt steeds vaker ondersteunend advies verleend via een aantal door de particuliere sector of door de overheid geleide stelsels in een aantal lidstaten[16]. De Commissie zal de uitwisseling van beste praktijken bevorderen om ervoor te zorgen dat nuttige bronnen van informatie en steun voor kmo’s die op zoek zijn naar marktfinanciering, in alle lidstaten beschikbaar zijn.

Deze lokale of nationale infrastructuur voor communicatie over nieuwe financieringsmogelijkheden kan dienen als bouwsteen voor een informatiesysteem waarmee potentiële verstrekkers van externe financiering en financiering zoekende kmo’s, in Europa met elkaar in contact worden gebracht. Grensoverschrijdende verbindingen tussen bestaande nationale systemen kunnen beleggers en kmo’s in Europa samenbrengen. In een stelsel waarin nationale structuren met elkaar verbonden worden, wordt belangrijke lokale kennis in stand gehouden, hetgeen belangrijk is voor de kmo-sector, en kunnen deze ondernemingen een reeks kerngegevens in verband met financiën en krediet ter beschikking stellen aan Europese beleggers. Wil een dergelijk stelsel toegevoegde waarde bieden, dan moeten de kerngegevens voldoende vergelijkbaar zijn zodat potentiële beleggers in de EU accuraat en betrouwbaar inzicht in de financiële draagkracht van kmo's verkrijgen. De deelneming van kmo's aan dit stelsel en het verstrekken van informatie geschiedt op vrijwillige basis. Uit een recente inventarisatie van kredietinformatie over kmo's door de Commissie[17] blijkt dat er zeer grote verschillen zijn in de informatie die in de EU wordt uitgewisseld, door wie en op welke wijze en wie er toegang toe heeft. Het normaliseren van kredietgegevens zal worden bevorderd door de nieuwe AnaCredit-gegevensbank over bedrijfsleningen van de ECB wanneer deze in 2018 online gaat.

De Commissie zal een alomvattende strategie voorstellen om informatiebarrières uit de weg te ruimen die kmo's en potentiële investeerders verhinderen financiering of investeringsmogelijkheden te vinden. Zij zal dit doen door:

- **samenwerking met Europese bankfederaties en bedrijfsverenigingen om de feedback van banken met betrekking tot weigeringen van kmo-kredietaanvragen te structureren;**

- **samenwerking met het Enterprise Europe Network bij het inventariseren van bestaande lokale of nationale ondersteunende en adviserende diensten in de EU, om beste praktijken te bevorderen met betrekking tot de ondersteuning van kmo's die in aanmerking komen voor alternatieve financieringsbronnen;**

- **voortbouwend op de werkzaamheden van de ECB en in de lidstaten, onderzoek naar ontwikkeling of ondersteuning van pan-Europese informatiesystemen waarin nationale systemen onderling gekoppeld zijn, om kapitaal behoevende kmo's en kapitaalverstrekkers samen te brengen. Indien nodig zal de Commissie verdere maatregelen nemen.**

1.4. Leningverstrekkende fondsen

Grote institutionele beleggers of beleggingsfondsen kunnen investeren in of (soms in partnerschap met banken) rechtstreeks leningen verstrekken aan middelgrote ondernemingen, hetgeen dus een manier is om de kredietbemiddeling verder te diversifiëren en de

16 Voorbeelden hiervan zijn Aktiespararna (Zweden), Médiateur du Crédit (Frankrijk), Better Business Finance (VK), Investomierz (Polen), Industrie- und Handelskammern (Duitsland) en andere.

17 Zie het European Financial Stability and Integration Report, april 2015, hoofdstuk 7.

financieringsmogelijkheden te verruimen. Volgens ramingen waren eind 2014 meer dan 350 transacties gesloten door 36 alternatieve geldschieters in iets meer dan twee jaar tijd. Het volume van transacties verricht door Europese fondsen voor directe kredietverlening is tussen 2013 en 2014 met 43 % gestegen. Er zijn nu 40 fondsen voor directe kredietverlening actief (tegenover 18 in 2012) en 81 nieuwe fondsen zijn op de markt bezig om ongeveer 70 miljard EUR bijeen te brengen[18]. Dit kan in de toekomst een potentieel belangrijke bron van niet-bancaire kredieten vormen.

EuVECA's en ELTIF's (Europese langetermijninvesteringsfondsen)[19] kunnen in beperkte mate leningen verstrekken. Sommige lidstaten hebben in hun nationale rechtskader ook op maat gemaakte regelingen ingevoerd om te definiëren onder welke voorwaarden alternatieve beleggingsfondsen leningen kunnen verstrekken. Deze situatie leidt ertoe dat grensoverschrijdend opererende fondsen voor hun activiteiten van leningverstrekking aan verschillende voorwaarden moeten voldoen. Een duidelijker omschreven behandeling van leningverstrekkende fondsen in het regelgevend kader kan bevorderlijk zijn voor grensoverschrijdende ontwikkeling en zorgt ervoor dat deze fondsen passend worden gereguleerd uit het oogpunt van bescherming van de belegger en de financiële stabiliteit.

De Commissie zal samenwerken met de lidstaten en de ETA's om de noodzaak van een gecoördineerde aanpak voor kredietverlening door fondsen te evalueren en zij zal onderzoeken of er in de toekomst behoefte is aan een Europees kader.

1.5. Onderhandse plaatsingen

Europese ondernemingen vertonen steeds meer belangstelling voor het gebruik van de markten voor "onderhandse plaatsingen" om kapitaal bijeen te brengen (meestal meer dan 20 miljoen EUR) via de uitgifte van schuldinstrumenten aan institutionele of andere ervaren beleggers. Gezien het beperkte aantal en het soort beleggers leidt dit financieringskanaal tot minder belastende regelgeving[20]. Onderhandse plaatsingen in Europa zijn in 2014 met ongeveer 30 % gestegen, van 13 miljard EUR in 2013 tot 17 miljard EUR in 2014[21]. Op de Amerikaanse markten werd door Europese ondernemingen echter een nog grotere hoeveelheid financiële middelen aangetrokken voor onderhandse plaatsing. Bovendien blijven de Europese onderhandse plaatsingen ook beperkt tot een klein aantal landen. Al bij al kan uit deze bevindingen worden afgeleid dat er in Europa potentieel is om dit kanaal verder te ontwikkelen. De Commissie is vroeger tot de bevinding gekomen dat beperkt genormaliseerde processen en documenten een belemmering vormen voor verdere ontwikkeling. De Commissie staat derhalve volledig achter de desbetreffende werkzaamheden van ICMA[22] en de Duitse Schuldscheine-regeling[23] en zij zal daarbij voortbouwen op beste praktijken en deze in de hele EU bevorderen met passende initiatieven.

---

[18] Bron: AIMA, Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment, mei 2015.

[19] Verordening betreffende Europese langetermijninvesteringsfondsen, PE-CONS 97/14 van 20.3.2015.

[20] 52 % van de onderhandse plaatsingen, met uitzondering van die van de Duitse Schuldscheine-markt, zijn beursgenoteerd. Bron: S&P First European Private Placement League Table, 2015.

[21] Bron: S&P.

[22] ICMA publiceerde in februari 2015 de pan-Europese Corporate Private Placement Guide. Hierin wordt gepleit voor het gebruik van genormaliseerde documenten van de Loan Market Association (vereniging naar Engels recht) en de Euro-PP-werkgroep (vereniging naar Frans recht). Dit initiatief richt zich uitsluitend op bedrijfsschuld.

2. VLOTTERE TOEGANG TOT OPENBARE MARKTEN EN VLOTTERE MOGELIJKHEDEN OM HIER KAPITAAL AAN TE TREKKEN

Openbare aanbiedingen van schuld- of eigenvermogensinstrumenten zijn de voornaamste weg voor middelgrote en grote ondernemingen om kapitalen van meer dan 50 miljoen EUR aan te trekken. Openbare markten bieden toegang tot het breedst mogelijke gamma van geldverschaffers en leveren een uitstapmogelijkheid voor private equity en business angels. Openbare markten zijn van vitaal belang voor snelgroeiende middelgrote ondernemingen om te kunnen overstappen naar de status van mondiale spelers. Op de AIM-markt[24] genoteerde ondernemingen vertoonden bijvoorbeeld gemiddeld een omzetgroei van 37 % en een groei van de werkgelegenheid met 20 % in het jaar na de beursintroductie[25]. Efficiënte openbare markten zijn daarom een essentiële schakel in de financieringsketen.

Hoewel de Europese publieke aandelen- en obligatiemarkten zich de afgelopen decennia sterk hebben ontwikkeld, lopen zij nog steeds achter ten opzichte van andere ontwikkelde economieën. Bovendien is het beeld zeer heterogeen in de lidstaten van de EU. Dit weerspiegelt gedeeltelijk de verschillen in omvang en financieringsbehoeften van bedrijven, alsook de voorkeuren wat betreft de voortzetting van familie-eigendom en de zeggenschap over ondernemingen[26]. Uit de raadpleging over de kapitaalmarktenunie kwam echter ook de wijdverspreide vrees naar voren dat het regelgevingsklimaat in de EU mogelijk niet zal bijdragen aan de verdere ontwikkeling van deze financieringsmogelijkheden. In het recente verslag van de EU-taskforce voor beursintroducties worden alleen nog maar de noteringskosten voor beursintroducties met een omvang van minder dan 6 miljoen EUR geraamd op 10-15 % van de transactiewaarde. Ter vergelijking: voor grotere transacties (50-100 miljoen EUR) belopen deze kosten circa 5-8 %[27]. Veel kmo's vinden tegenwoordig dat de voordelen van een beursintroductie niet opwegen tegen deze initiële (en lopende) noteringskosten[28]. Lagere instapkosten kunnen ervoor zorgen dat meer ondernemingen kapitaal aantrekken op openbare markten[29].

De poort tot openbare kapitaalmarkten voor ondernemingen die financiering zoeken, is het prospectus. Prospectussen zijn wettelijk opgelegde documenten met alle vereiste informatie over een onderneming die beleggers nodig hebben wanneer zij een gefundeerde beslissing moeten nemen om al dan niet te beleggen. De prospectusvereisten zijn geharmoniseerd om een vergelijking tussen investeringsmogelijkheden in de EU mogelijk te maken. Een prospectus opstellen is echter duur en lastig, met name voor kleine en middelgrote ondernemingen, en meestal gaat het om honderden bladzijden. Voor investeerders kunnen zij

---

23 De Duitse verzekeringssector heeft bijvoorbeeld een eenvoudige regeling, erkend door BaFiN, ontwikkeld die verzekeraars de mogelijkheid biedt een vooraf bepaalde reeks van financiële indicatoren gemakkelijk te berekenen voor de beoordeling van de kredietwaardigheid alsook om na te gaan of voldaan is aan de kapitaalvereisten voor investeringen in onderhandse plaatsing.

24 Specifieke multilaterale handelsfaciliteit (MTF) van de beurs van Londen voor kleine en middelgrote ondernemingen.

25 Improving the market performance of business information regarding SMEs, ECSIP-consortium 2013.

26 In 2009 waren familieondernemingen goed voor meer dan 60 % van alle Europese ondernemingen. Bron: Europese Commissie, Eindverslag van de deskundigengroep – Overview of Family Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies.

27 EU IPO Report uitgebracht door de Europese taskforce voor beursintroducties (European Issuers, EVCA and FESE), 23 maart 2015.

28 Verslag Demarigny, An EU-Listing Small Business Act, maart 2010.

29 Een recente Oxera-studie toont de gemiddelde kosten voor beleggers die op zoek zijn naar informatie over een investering, namelijk 58 USD in de VS tegenover 430 EUR in de EU.

ingewikkeld en te gedetailleerd zijn en het is moeilijk uit te maken welke informatie van doorslaggevend belang is voor de belegging.

De Commissie zal de prospectusrichtlijn moderniseren[30]. Zo zal in de richtlijn nader worden toegelicht wanneer een prospectus vereist is, zal de gevraagde informatie en het goedkeuringsproces gestroomlijnd worden en zal voor kmo's een daadwerkelijk evenredige regeling worden ingevoerd wat het opstellen van een prospectus en de toegang tot kapitaalmarkten betreft. De Commissie zal ook nagaan hoe kmo's bij de beursgang kunnen worden ondersteund via Europese adviesstructuren zoals het Europees investeringsadviescentrum.

Naast het prospectus zijn er een reeks andere kwesties die het openbaar aantrekken van kapitaal betreffen. De mkb-groeimarkten, ingevoerd bij de MiFID II, zullen jonge bedrijven vanaf 2017 een springplank bieden om zich voor te bereiden op een toekomstige notering op een grotere beurs. De oprichting van deze specifieke markt kan met name van bijzonder belang zijn voor de ontwikkeling van lokale markten of jonge uitgevende instellingen. Om de voordelen van deze specifieke platforms voor de kapitaalmarktenunie ten volle te benutten, zal de Commissie, door de uitvoering van MiFID II, in de hierop toepasselijke vereisten zorgen voor een juist evenwicht, namelijk de belegger voldoende bescherming bieden zonder onnodige administratieve lasten.

Voor beleggers kan het aanlokkelijk zijn snelgroeiende kleine en middelgrote ondernemingen op openbare aandelenbeurzen aan te spreken vanwege de potentiële opbrengsten en de diversificatievoordelen. Zij kunnen echter worden afgeschrikt door beperktere informatiebronnen en lagere liquiditeit[31]. In reacties op de raadpleging zijn een gebrek aan onderzoek inzake kmo's door beleggingsanalisten[32] en bijkomende rapportageverplichtingen aangewezen als twee belangrijke uitdagingen voor kmo's die een notering op openbare beurzen nastreven. Veel kleine en middelgrote bedrijven die tot handel op multilaterale handelsfaciliteiten (MTF's) toegelaten zijn, rapporteren financiële informatie alleen op basis van nationale standaarden voor jaarrekeningen, hetgeen vanwege het gebrek aan vergelijkbaarheid mogelijk niet overeenstemt met de behoeften van internationale beleggers. De Commissie zal samen met de International Accounting Standards Board (IASB) ook onderzoeken of het mogelijk is een vrijwillige, op maat gemaakte boekhoudkundige oplossing te ontwikkelen welke kan worden gebruikt door ondernemingen die zijn toegelaten tot handel op mkb-groeimarkten.

De Commissie zal de regelgevende belemmeringen voor kleine bedrijven met betrekking tot hun toelating tot de handel op openbare markten evalueren en nauw samenwerken met de nieuwe mkb-groeimarkten krachtens de MiFID II om ervoor te zorgen dat het regelgevingsklimaat voor deze incubatormarkten geschikt is voor het beoogde doel.

Voor grotere bedrijven zijn bedrijfsobligaties een essentieel instrument om schuldfinanciering op grotere schaal te verkrijgen. Met de hulp van historisch lage rentevoeten is het totaalbedrag

[30] Als onderdeel van het REFIT-programma voor vereenvoudiging en vermindering van de regeldruk.

[31] Zie de studie van de Commissie: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs

[32] APG verklaarde bijvoorbeeld in haar antwoord op de raadpleging dat 50 % van de op de Euronext van Amsterdam, Brussel, Parijs en Lissabon genoteerde kmo's niet profiteert van enig financieel onderzoek, terwijl er voor 16 % slechts één analist is.

van uitgiften door niet-financiële vennootschappen van in euro luidende bedrijfsobligaties tussen 2008 en 2014 bijna verdubbeld tot 340 miljard EUR[33].

Ondanks de recordhoeveelheid primaire emissies hebben sommige marktdeelnemers zich bezorgd getoond over de beperkte liquiditeit op secundaire markten, hetgeen moeilijkheden oplevert voor in-and-out trading van deze instrumenten. Beperkte liquiditeit zou kunnen leiden tot hogere illiquiditeitspremies en hogere leningskosten. Indien de kredietvoorwaarden zouden verslechteren, kunnen sommige bedrijven snel moeilijkheden ondervinden om toegang te krijgen tot de obligatiemarkten.

De Commissie zal de werking van de Europese markten voor bedrijfsobligaties evalueren, met bijzondere aandacht voor de vraag hoe de liquiditeit van de markt kan worden verbeterd, ook met betrekking tot de potentiële gevolgen van hervormingen in de regelgeving, marktontwikkelingen en vrijwillige normalisatie van aanbiedingsdocumenten.

De invoering van een geconsolideerde transactiemeldingsregeling ("consolidated tape") voor aandelen vanaf 2017 en voor aan aandelen verwante financiële instrumenten vanaf 2018, zoals vereist door de MiFID II, zal het voor regelgevers en marktdeelnemers gemakkelijker maken zich een goed beeld van de markt te vormen, hetgeen de Europese kapitaalmarkten aantrekkelijker zou moeten maken als bestemming voor beleggingen. De Commissie zal de ontwikkelingen op dit gebied blijven volgen.

Uiteenlopende fiscale behandeling tussen verschillende financiële instrumenten kan efficiënte kapitaalmarktfinanciering in de weg staan. Een fiscale voorkeursbehandeling van schulden die voortvloeien uit de aftrekbaarheid van rentebetalingen gaat ten koste van andere financiële instrumenten, in het bijzonder aandelenkapitaal. Door dit belastingvoordeel aan te pakken worden meer investeringen in aandelenkapitaal aangemoedigd, hetgeen de eigenvermogenspositie van ondernemingen zou versterken. Ook zijn er klaarblijkelijke voordelen wat de financiële stabiliteit betreft omdat bedrijven met een stevigere kapitaalbasis minder gevoelig zijn voor schokken. Dit geldt vooral voor banken.

Als onderdeel van de bredere werkzaamheden met betrekking tot de gemeenschappelijke geconsolideerde heffingsgrondslag voor de vennootschapsbelasting (CCCTB), waarvoor in 2016 een nieuw voorstel zal worden ingediend, zal de Commissie bekijken hoe de fiscale ongelijkheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen kan worden aangepakt.

3. INVESTERINGEN OP LANGE TERMIJN, IN INFRASTRUCTUUR EN DUURZAME PROJECTEN

Europa heeft behoefte aan aanzienlijke nieuwe langetermijn- en duurzame investeringen om zijn concurrentievermogen te behouden en te verbeteren en om de overgang naar een koolstofarme en hulpbronnenefficiënte economie te maken. De kapitaalmarktenunie zal voor beleggers een hulp zijn om weloverwogen beleggingsbeslissingen te nemen en om relevante risico's te bewaken.

33 Bron: Bloomberg.

3.1. Verbetering van het investeringsklimaat door het regelgevingskader

Het regelgevingskader is een belangrijke factor in het besluitvormingsproces van investeerders, met name in het geval van langetermijninvesteringen. Het zijn van nature de grote institutionele beleggers die dit soort financiële middelen verstrekken. Verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en nieuw opgerichte obligatiefondsen kunnen profiteren van de stabiele inkomstenstromen uit infrastructuurschuld die overeenstemmen met langlopende passiva. Sommige banken nemen ook actief deel aan de financiering van infrastructuur samen met nationale stimuleringsbanken.

Nog niet zo lang geleden werden grensoverschrijdende investeringen in infrastructuur gehinderd door het feit dat er geen algemeen erkende vehikels bestonden voor het aantrekken en beleggen van kapitaal. Met de recent goedgekeurde verordening betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen (ELTIF's), die vanaf december 2015 in werking zal treden, wordt een nieuw grensoverschrijdend vehikel gecreëerd voor dergelijke langetermijnprojecten (zoals energie-, vervoers- en communicatie-infrastructuur, voorzieningen voor industrie en dienstverlening, en woonhuizen). In de ELTIF-verordening worden de voordelen van een grensoverschrijdend paspoort gecombineerd met de mogelijkheid om langetermijnkapitaal van kleinere beleggers (lokale pensioenfondsen, gemeenten, bedrijfspensioenfondsen, enz.), waaronder retailbeleggers, aan te trekken[34]. Door de verordening zullen vermogensbeheerders nieuwe kansen krijgen om een breder aanbod van activa, waaronder infrastructuur, voor beleggers open te stellen dan anders mogelijk was geweest in het kader van de voorheen bestaande regelgeving. Nationale belastingregelingen zullen bepalend zijn voor het succes van de ELTIF’s en de Commissie spoort de lidstaten dan ook aan deze regelingen dezelfde fiscale behandeling te verlenen als soortgelijke nationale regelingen.

Een cruciale kwestie in de regelgeving betreft de afwezigheid van een duidelijke en deugdelijk gekalibreerde berekening van de wettelijke kapitaalvereisten die institutionele beleggers moeten nakomen ten aanzien van infrastructuurinvesteringen. De Commissie zal een definitie van infrastructuurinvesteringen voorstellen die voorspelbare kasstromen op lange termijn inhoudt en waarvan de risico’s naar behoren kunnen worden geïdentificeerd, beheerd en gecontroleerd door verzekeraars. Aan de hand van deze gemeenschappelijke definitie kan infrastructuur worden behandeld als een specifieke activacategorie en kan het regelgevingskader indien nodig worden aangepast.

Banken blijven eveneens belangrijk om leningen voor infrastructuurprojecten te verstrekken of te regelen. In juli 2015 publiceerde de Commissie een raadplegingsdocument over de potentiële gevolgen van de verordening kapitaalvereisten (CRR)[35] en de richtlijn kapitaalvereisten (CRD-IV)[36] voor de kredietverlening van banken aan de economie. Hierin zit een evaluatie van de kapitaalvereisten voor langetermijn- en infrastructuurfinanciering. Het doel is een beter inzicht te verkrijgen in de impact die de nieuwe regels inzake

[34] Beheerders die een vergunning krachtens de AIFM-richtlijn hebben en in de EU zijn gevestigd, kunnen deze fondsen aanwenden om te beleggen op lange termijn of in illiquide of moeilijk verhandelbare ("hard-to-sell") activa zoals infrastructuurprojecten en kmo’s die stabiele financiering voor een aantal jaren nodig hebben. In ruil hiervoor zullen voor deze activa waarschijnlijk een hogere „illiquiditeitspremie” of stabielere opbrengsten worden uitgekeerd, als compensatie voor de onmogelijkheid voor beleggers om hun geld vóór een bepaalde datum terug te krijgen.

[35] Verordening (EU) nr. 575/2013.

[36] Richtlijn 2013/36/EU.

kapitaalvereisten zouden hebben op de beschikbaarheid van infrastructuurfinanciering en andere investeringen ter ondersteuning van de duurzame langetermijngroei.

Om de financiering van infrastructuur- en duurzame langetermijninvesteringen in Europa te bevorderen dient de Commissie herziene kalibraties in Solvabiliteit II in zodat verzekeraars worden onderworpen aan een regelgeving die beter rekening houdt met het risico van infrastructuur- en ELTIF-investeringen. De Commissie zal de evaluatie van de CRR voltooien en indien nodig wijzigingen aanbrengen in de kalibraties voor infrastructuur.

3.2. Ondersteuning van langetermijn- en infrastructuurfinanciering

De omvang van de crisis en de wijze waarop het herstel verloopt, hebben in de Europese economie een groot investeringstekort voor grote infrastructuren teweeggebracht. Volgens ramingen van de Europese Investeringsbank (EIB) zouden de totale cumulatieve behoeften aan infrastructuurinvesteringen in de EU voor de periode tot 2020 kunnen oplopen tot 2 biljoen EUR[37].

Institutionele en andere particuliere investeerders kunnen een belangrijke financieringsbron voor investeringen in infrastructuur vormen aangezien deze investeringen een stabiele opbrengst en relatief sterke kredietprestaties laten optekenen[38]. Er zijn tekenen dat deze beleggers steeds meer op zoek gaan naar investeringen in infrastructuurprojecten. Voor de meest ambitieuze, transformatieve langetermijnprojecten is vaak overheidsengagement nodig om het proces op te starten[39].

In het kader van het investeringsplan zal het Europees Fonds voor strategische investeringen (EFSI) 315 miljard EUR bijeenbrengen voor nieuwe, aanvullende investeringen in de EU tussen 2015 en 2017. Hiervan zal 240 miljard EUR bestemd worden voor infrastructuur. Via een Europees investeringsprojectenportaal zullen Europese projectontwikkelaars met elkaar in verbinding kunnen treden en hun investeringsprojecten en -ideeën delen met potentiële investeerders, terwijl een Europees investeringsadviescentrum (EIAC) één enkel toegangspunt zal bieden voor begeleiding en advies ter ondersteuning van investeringen in infrastructuur in de EU.

Het nieuwe EFSI biedt, indien mogelijk samen met de Europese structuur-en investeringsfondsen (ESI-fondsen), een uiteenlopende reeks van financierings- en risicodelingsmogelijkheden aan via het gebruik van innovatieve financiële instrumenten, zoals investeringsplatformen of -fondsen. Door het gebruik van beleggingsfondsen als structuur, mogelijk ook in de vorm van ELTIF's die kapitaal kunnen aantrekken uit de retailbeleggingsmarkt, of van investeringsplatformen binnen het EFSI kunnen overheids- en particuliere middelen worden samengebracht , hetgeen leidt tot betere vooruitzichten wat het risico/rendementsprofiel betreft.

---

[37] Zie werkdocument 2013/02 van de EIB, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, blz. 11.

[38] Uit een mondiale studie van Moody's over percentages van wanbetaling en invordering tussen 1983 en 2012 blijkt dat het cumulatieve cijfer voor wanbetaling over10 jaar 6,6 % voor de infrastructuursector bedraagt. Dit is lager dan voor projectfinanciering met bankleningen. Bovendien ligt het terugvorderingspercentage voor noodlijdende infrastructuurleningen ook hoog (tot 80 %).

[39] In 2013 bedroegen de investeringen in overheidsinfrastructuur voor de EU-28 in het totaal bijvoorbeeld 450 miljard EUR. 90 % van dit bedrag bestond uit overheidsinvesteringen terwijl particuliere investeringen (waaronder publiek-private partnerschappen) goed waren voor ongeveer 10 %, EIB-werkdocument 2013/02, blz. 7.

Voor het EFSI zullen de Commissie en de Europese Investeringsbank (EIB) zal richtsnoeren verstrekken voor de vereisten inzake mede co-investeringsstructuren om in aanmerking te komen voor ondersteuning door het Fonds. Bovendien is in het EIAC technische bijstand beschikbaar voor investeerders die het gebruik van dergelijke structuren willen beproeven. Daarnaast is de Commissie bereid om samen met particuliere investeerders de bundeling van particuliere en EU-middelen te ondersteunen om meer financiering voor infrastructuur en duurzame groei te verkrijgen.

3.3. Gebruik van financiering om te komen tot milieuduurzaamheid

Efficiënte financiële markten kunnen investeerders helpen hun beleggingsbeslissingen met kennis van zaken te nemen en de langetermijnrisico's en -kansen te analyseren die verbonden zijn aan de overgang naar een duurzame en klimaatvriendelijke economie. Deze verschuiving in de investeringen kan het streven naar de beleidsdoelstellingen voor klimaat en energie voor 2030 en de verbintenissen van de EU inzake duurzameontwikkelingsdoelstellingen ondersteunen. Met name kan de recente opkomst van milieu-, sociale en corporate governance-bonds (ESG-obligaties) ertoe bijdragen kapitaal af te stemmen op duurzame investeringen: in 2014 werd een exponentiële groei in de uitgiften van groene obligaties opgetekend, namelijk 35 miljard EUR tegenover 8 miljard EUR in 2013 en minder dan 1 miljard EUR in 2012. De snelle groei op deze markt wordt ondersteund door marktgestuurde normalisatie waarbij rekening wordt gehouden met de criteria voor selectie van projecten die ontwikkeld zijn door internationale financiële instellingen zoals de Wereldbank, de Europese Investeringsbank (EIB) en de Europese Bank voor Wederopbouw en Ontwikkeling (EBRD). Marktdeelnemers ontwikkelen momenteel ook vrijwillige richtsnoeren, bekend als „beginselen inzake groene obligaties", die de transparantie en de integriteit bij de ontwikkeling van de markt voor groene obligaties bevorderen en de kwalificatie van een uitgifte als "groene obligatie" moeten verduidelijken. De Commissie zal deze en andere ontwikkelingen in ESG-beleggingen blijven evalueren en ondersteunen en zij zal de behoefte aan normen voor Europese groene obligaties onderzoeken zodat beleggers hun voordeel kunnen halen uit een duurzame langetermijnaanpak voor beleggingsbeslissingen.

3.4. Oproep om informatie te verzamelen over het bestaande regelgevingskader

De EU heeft belangrijke stappen ondernomen in het kader van een internationale consensus om de financiële stabiliteit en het vertrouwen van het publiek in het financiële stelsel te herstellen. Het is belangrijk dat de EU-wetgeving het juiste evenwicht bereikt tussen het beperken van de risico's en het bevorderen van groei zonder dat er onbedoeld nieuwe belemmeringen worden opgeworpen. Tegen deze achtergrond lanceert de Commissie, parallel met dit actieplan, een uitvoerige evaluatie van het cumulatieve effect en de samenhang van de financiële wetgeving die als antwoord op de financiële crisis is aangenomen. Deze evaluatie heeft tot doel de algemene samenhang van het bestaande kader te beoordelen. Gezien de verschillende onderdelen die de afgelopen jaren in deze wetgeving zijn opgenomen en de talrijke vormen van interactie die daartussen optreden, bestaat het risico dat de collectieve impact een aantal onbedoelde gevolgen teweegbrengt die niet zijn aangepakt in het kader van de afzonderlijke sectorale evaluatie. Regelgevende consistentie, samenhang en rechtszekerheid zijn cruciale factoren in de besluitvorming van de belegger. Indien uit het onderzoek naar voren komt dat specifieke en gerichte wijzigingen gerechtvaardigd zijn, kan dit een verdere versterking van het investeringsklimaat opleveren in overeenstemming met de doelstellingen van de kapitaalmarktenunie.

Voortbouwend op de werkzaamheden van het Europees Parlement en van internationale organen zoals de Raad voor financiële stabiliteit en het Bazels Comité

voor bankentoezicht, doet de Commissie vandaag een oproep om informatie te verstrekken om de interactie tussen regels en de cumulatieve impact van de financiële hervorming op het investeringsklimaat te evalueren.

4. BEVORDERING VAN RETAIL- EN INSTITUTIONELE BELEGGINGEN

De kapitaalmarktenunie heeft tot doel de Europese spaargelden beter aan te wenden, door meer efficiëntie te brengen in de afstemming tussen spaarders en kredietnemers en door de economische prestaties van de EU te verbeteren[40]. Meer beleggersvertrouwen en meer rechtszekerheid kunnen voor beleggers een hulp zijn om de juiste investeringsbeslissingen te nemen. Algemeen wordt aangenomen dat retailbeleggers vanwege de stijgende levensverwachting en de demografische veranderingen meer zullen moeten sparen om in hun pensioen te voorzien. Intussen slagen tal van institutionele beleggers, in een klimaat van lage rentevoeten, er niet in voldoende investeringen te vinden die opbrengsten leveren waarmee zij kunnen voldoen aan hun verbintenissen.

4.1. Retailbeleggers

Vandaag bezitten kleine beleggers in Europa aanzienlijke spaartegoeden op bankrekeningen maar zijn zij minder rechtstreeks betrokken bij de kapitaalmarkten dan in het verleden. Het rechtstreekse aandelenbezit van de Europese huishoudens is gedaald van 28 % in 1975 tot 10-11 % sinds 2007[41] en het aantal kleine beleggers in de totale aandeelhoudergroep bedraagt minder dan de helft van het niveau van de jaren 1970. Om de belemmeringen weg te nemen die retailbeleggers ondervinden bij het sparen via de kapitaalmarkten, zijn concurrerende financiële markten nodig waar consumenten keuzemogelijkheden worden geboden zodat zij producten kunnen vergelijken en de meest geschikte spaarinstrumenten kunnen vinden tegen concurrerende prijzen. Ter bevordering van de transparantie in retailproducten zal de Commissie de Europese toezichthoudende autoriteiten (ETA's) verzoeken de transparantie van langlopende retail- en pensioenproducten te onderzoeken en, zoals voorgeschreven in artikel 9 van de ETA-verordeningen, een analyse te verrichten van de reële nettoprestaties en vergoedingen.

Tegen einde 2015 zal de Commissie een groenboek over financiële en verzekeringsdiensten aan particulieren publiceren waarin gevraagd wordt naar zienswijzen over de mogelijkheden om de keuze, de concurrentie en het grensoverschrijdende aanbod van financiële retailproducten te verhogen, alsmede over de impact van de digitalisering op financiële retaildiensten.

Aangezien kleine beleggers slechts occasionele kopers van beleggingsproducten zijn, hebben zij moeite om relevante kennis of ervaring op de kapitaalmarkten op te bouwen[42]. Hoewel het herstel van het vertrouwen van retailbeleggers in de kapitaalmarkten in de eerste plaats in handen van de financiële sector ligt, kunnen de regelgeving en het toezicht daarop de „spelregels" mee bepalen.

---

[40] Zie bijvoorbeeld het verslag van Oliver Wyman (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing*; IPO Task Force Report, *Rebuilding IPOs in Europe*, 23 maart 2015.

[41] OEE, IODS (2012): Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012.

[42] In 2013 had slechts 35 % van de kleine beleggers vertrouwen dat aanbieders van beleggingsdiensten de regels ter bescherming van de consument naleefden. Europese Commissie (2013), Marktmonitoringonderzoek, 2010-2013.

Betere informatie en adviesverlening zijn basisvoorwaarden om retailbeleggers ertoe aan te zetten terug te keren tot marktfinanciering. Een eerste stap is transparantie. Toegang tot betekenisvolle en hoogwaardige informatie moet worden verstrekt op een vergelijkbare en transparante manier voor beleggingsproducten, en moet ook betrekking hebben op de belangrijkste kenmerken van de producten (bv. kosten, eventuele opbrengsten en risico's). De EU heeft de afgelopen jaren grote vooruitgang geboekt bij het verbeteren van de informatievereisten in alle sectoren. Er zijn nieuwe informatievereisten ingevoerd via verschillende wetgevende maatregelen[43]. Sommige van de gedetailleerde uitvoeringsregels zijn nog in voorbereiding en zullen de komende jaren geleidelijk in werking treden. Deze recente wetgevende hervormingen moeten beantwoorden aan hun doelstellingen. Een algemene evaluatie van de doeltreffendheid van dit nieuwe geheel van informatievereisten kan dan ook bijdragen tot meer consistentie; kan eventuele lacunes of onnodige doublures aan het licht brengen en kan zorgen, waar nodig, voor een stroomlijning van deze voorschriften.

Om spaartegoeden beter te mobiliseren via de kapitaalmarkten, moeten retailbeleggers ook vlot toegang krijgen tot een reeks passende en kosteneffectieve beleggingsproducten en tot betaalbaar en onafhankelijk advies. Volgens een aantal antwoorden op de raadpleging worden kleine beleggers momenteel weinig beloond voor het aangaan van de hogere risico's ten gevolge van marktgebaseerde investeringen wegens de hoge bemiddelings- en distributievergoedingen. Met wetgeving in MiFID II, verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's) en de richtlijn verzekeringsdistributie worden belangrijke veranderingen aangebracht in de regels met betrekking tot beleggingsadvies en informatieverstrekking. De overgang naar onlinedistributie van beleggingsproducten en de opkomst van nieuwe FinTech-oplossingen bieden een kans om verdere adviesdiensten en onlinedistributieplatformen met "open access" te ontwikkelen. Er moet absoluut worden verzekerd dat deze veranderingen samengaan met een kritische evaluatie van de beleggingsoplossingen en -resultaten die aan retailbeleggers worden geboden.

De Commissie zal een ruime evaluatie verrichten van de Europese markten voor retailbeleggingsproducten, waaronder distributiekanalen en beleggingsadviesdiensten, en zal daarvoor rekenen op inbreng van experts. In de evaluatie zal worden onderzocht hoe het beleidskader en de bemiddelingskanalen kunnen worden verbeterd, zodat kleine beleggers toegang krijgen tot passende producten onder kosteneffectieve en billijke voorwaarden. Er moet worden nagegaan hoe het beleidskader zou moeten evolueren om nuttig gebruik te maken van de nieuwe mogelijkheden die geboden worden door onlinediensten en FinTech.

Europese huishoudens ondervinden een reeks moeilijkheden om efficiënt te sparen voor de opbouw van een toereikend pensioen[44], rekening houdend met de toegenomen levensverwachting, de fiscale druk in elk afzonderlijk land en de aanhoudend lage rentevoeten. Met dit doel voor ogen ondersteunt de Commissie de ontwikkeling van collectieve en individuele pensioenplannen ter aanvulling van de openbare pensioenregelingen.

---

[43] Richtlijn 2014/91/EU; Verordening (EU) nr. 1286/2014; Richtlijn 2014/65/EU; Richtlijn verzekeringsdistributie, 10747/15; Richtlijn 2009/138/EG en het voorstel van de Commissie voor een verordening betreffende de rapportage en de transparantie van effectenfinancieringstransacties, COM/2014/040 final.

[44] Het verslag 2015 over de toereikendheid van de pensioenen: huidige en toekomstige toereikendheid van het inkomen van ouderen in de EU, wordt verwacht.

Het Europese financiële stelsel moet ondersteuning bieden wanneer mensen voorzieningen treffen voor hun individueel pensioen. Dit kan door beleidsmaatregelen die erop gericht zijn stimulansen te geven, en daarbij obstakels weg te nemen, voor de ontwikkeling van individuele pensioenregelingen ("derde pijler") in Europa.

Momenteel bestaat er nog geen effectieve interne markt voor individuele pensioenen van de "derde pijler". Een lappendeken van Europese en nationale regels vormt een belemmering voor de volwaardige ontwikkeling van een grote en concurrerende markt voor individuele pensioenen[45]. De versnippering van de markt belet aanbieders van individuele pensioenen maximaal voordeel te halen uit schaalvoordelen, risicospreiding en innovatie, en leidt tot een beperking van de keuze en een stijging van de kosten voor verzekeringnemers. Een Europees individueel pensioen met "opt-in"-faciliteit zou kunnen dienen als regelgevend model, gebaseerd op een passend niveau van consumentenbescherming, dat pensioenaanbieders kunnen kiezen wanneer zij producten in de EU aanbieden. Een grotere Europese pensioenmarkt van de "derde pijler" zou ook het aanbod van financiële middelen voor institutionele beleggers en investeringen in de reële economie kunnen ondersteunen.

De Commissie zal beoordelen of een beleidskader noodzakelijk is om te komen tot een succesvolle Europese markt voor eenvoudige, efficiënte en concurrerende individuele pensioenen, en zij zal nagaan of EU-wetgeving noodzakelijk is om deze markt te ondersteunen.

4.2. Institutionele beleggers

Institutionele beleggers, met name levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen, zijn van nature langetermijninvesteerders. De afgelopen jaren hebben deze zich echter teruggetrokken uit beleggingen in langetermijnprojecten en in ondernemingen. Het aandelenbezit van verzekeraars en pensioenfondsen is gedaald van meer dan 25 % van de Europese aandelenmarkt in 1992 tot 8 % aan het einde van 2012[46]. Momenteel bestaat een groot deel van hun portefeuille meestal uit een betrekkelijk klein aantal activa. De EU moet institutionele beleggers ondersteunen om hun portefeuille open te stellen voor langetermijnactiva en kmo’s, met behoud van een gedegen en prudent beheer van activa en passiva.

De prudentiële regelgeving heeft, door middel van de kalibratie van kapitaalvereisten, invloed op de belangstelling van institutionele beleggers om te beleggen in specifieke activa. De Commissie zal meer risicogevoelige kalibraties invoeren voor infrastructuur en ELTIF’s (zie hoofdstuk 3) en voor eenvoudige en transparante securitisatieproducten (zie hoofdstuk 5). Naast deze maatregelen is in de reacties op de raadpleging ook gewezen op de prudentiële behandeling van private equity en particulier geplaatste schuld in Solvabiliteit II als een belemmering voor investeringen in deze activaklassen.

De Commissie zal nagaan of veranderingen gerechtvaardigd zijn en zal in voorkomend geval wijzigingen voorbereiden die voorgesteld kunnen worden in het kader van de evaluatie van Solvabiliteit II.

---

[45] Een overzicht van de huidige markt en het regelgevingskader is opgenomen in het raadplegingsdocument van de EIOPA van 3.7.2015 over de invoering van een gestandaardiseerd pan-Europees product voor individuele pensioenen.

[46] Bron: Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012, Observatoire de l'Epargne Européenne en Insead OEE Data Services, augustus 2013.

Het effectenbezit van beleggingsfondsen op de Europese aandelenmarkten is proportioneel gestegen van minder dan 10 % in 1990 tot 21 % in 2012. Deze fondsen zijn de laatste jaren ook steeds belangrijker geworden als houders van bedrijfsobligaties. Zij behoren tot de meest actieve grensoverschrijdende beleggers, hoewel de Europese sector van het vermogensbeheer nog steeds wordt beheerst door een versnippering van de markt. Vele respondenten hebben in de raadpleging betoogd dat de grensoverschrijdende activiteit van deze fondsen beperkingen ondervindt door een aantal factoren, waaronder discriminerende fiscale behandeling, uiteenlopende nationale voorschriften voor de verhandeling van fondsen en vergoedingen voor grensoverschrijdende kennisgevingen. Door het opheffen van ongerechtvaardigde belemmeringen worden fondsbeheerders ertoe aangezet hun fondsen in sterkere mate over de grenzen te verhandelen en de kosten voor de belegger te verminderen.

De Commissie zal informatie verzamelen over de voornaamste belemmeringen voor de grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen. Er zou met name sprake zijn van onevenredige voorschriften op het gebied van verhandeling, vergoedingen en andere administratieve regelingen die door de gastlanden en de bestaande belastingstructuren worden opgelegd. Op basis van het verstrekte informatiemateriaal zal de Commissie zich erop toeleggen belangrijke belemmeringen op te heffen, zo nodig via wetgevende weg.

5. UITBREIDING VAN BANKCAPACITEIT TER ONDERSTEUNING VAN DE RUIMERE ECONOMIE

Als kredietverleners, die een belangrijk deel van de economie financieren, en als intermediairs op de kapitaalmarkten zullen banken een centrale rol spelen in de kapitaalmarktenunie en in de ruimere Europese economie. Banken beschikken over sterke lokale banden en kennis, hetgeen betekent dat voor vele kleine ondernemingen kredietverlening door banken de belangrijkste bron van financiering zal blijven. Voor andere ondernemingen zal toegang tot bankfinanciering belangrijk blijven onder meer om hun financieringsmogelijkheden te diversifiëren. Parallel met de werkzaamheden met betrekking tot de kapitaalmarktenunie legt de Commissie zich daarom toe op een evaluatie van de bankregulering om te komen tot een optimaal evenwicht tussen het beheren van risico’s en het bevorderen van groei[47].

Voor kleinere ondernemingen zijn sterke lokale netwerken van belang om de groei te bevorderen. In een aantal lidstaten zijn kredietverenigingen operationeel waarmee kmo's elkaar op een non-profitbasis kunnen financieren. Deze verenigingen kunnen tevens uitwisseling van knowhow tussen leden bevorderen. De toepassing van geavanceerde en complexe bankwetgeving kan soms een onevenredige belemmering vormen voor kredietverenigingen en andere non-profitondernemingen die kmo's bedienen. Dit kan met name het geval zijn voor ondernemingen van kleine omvang die zich hoofdzakelijk bezighouden met het verzamelen en onderling verdelen van financiële middelen onder de leden, zodat de risico’s voor het bredere financiële stelsel beperkt blijven.

In bepaalde lidstaten zijn kredietverenigingen reeds vrijgesteld van het CRD-regelgevingskader. Om gelijke concurrentievoorwaarden tot stand te brengen, moeten alle lidstaten kunnen beschikken over kredietverenigingen die in verhouding tot de risico's waaraan zij onderhevig zijn, aan nationale regelgevende garanties worden onderworpen. Met dit doel zal de Commissie de mogelijkheid onderzoeken dat alle

[47] http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

lidstaten machtiging kunnen verlenen aan kredietverenigingen die buiten het Europese kader inzake kapitaalvereisten voor banken opereren.

Securitisatie kan de beschikbaarheid van krediet verbeteren en kan de kosten voor financiering drukken. Als financieringsinstrument kan securitisatie bijdragen tot een goede spreiding van de financieringsbasis. Voorts ligt hierin een belangrijk instrument voor risico-overdracht om het kapitaalrendement te verbeteren en risico's toe te wijzen om te voldoen aan de vraag.

Ten gevolge van de crisis blijven de Europese securitisatiemarkten ernstig verstoord en ondervinden zij nadeel door de bezorgdheid over het securitisatieproces en de daaraan verbonden risico's. Hoewel deze tekortkomingen hoofdzakelijk tot uiting zijn gekomen via securitisaties op basis van de Amerikaanse subprimeleningen[48], is de daarop volgende hervorming van de regelgeving toegepast op alle securitisaties. Het is niet de bedoeling komaf te maken met Europese hervormingen die risico's ten gevolge van uiterst complexe en ondoorzichtige securitisaties aanpakken. Het is echter belangrijk dat de securitisatie heropleeft zodat deze kan worden ingezet als effectief financieringskanaal voor de ruimere economie en als mechanisme voor spreiding van risico's. In het kader van het investeringsplan verleent de Commissie nu reeds financiële steun aan securitisatietransacties. Nieuwe wetgevingsvoorstellen die vandaag worden aangenomen, zullen nog verder gaan. Deze zullen zorgen voor een betere differentiëring van eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde producten ("simple, transparent and standardised", hierna "STS") met de bedoeling het beleggersvertrouwen te ondersteunen en de lasten van de due diligence te beperken. Voortbouwend op het advies van de EBA zal de Commissie ook geschiktere prudentiële vereisten voorstellen voor de belegging van banken en verzekeraars in STS-producten. Dit pakket maatregelen moet banken helpen capaciteit op hun balansen vrij te maken en moet hen beter in staat stellen leningen te verstrekken aan de bredere economie, hetgeen bijdraagt tot de opbouw van een beleggerspubliek dat meer de lange termijn verkiest.

De Commissie publiceert vandaag een voorstel voor een EU-kader voor STS-securitisatie, samen met nieuwe prudentiële kalibraties voor banken in de CRR. Gelijkwaardige kalibraties voor verzekeraars via een wijziging van de gedelegeerde handeling Solvency II om daarin de STS-criteria op te nemen, zullen volgen zodra het STS-kader is vastgesteld.

Gedekte obligaties zijn een ander financieringsinstrument dat in bepaalde lidstaten bijzonder belangrijk is. Toch is de markt van gedekte obligaties momenteel gefragmenteerd langs nationale lijnen. Ten gevolge van de kloof tussen het rechtskader en de toezichtpraktijk in de lidstaten die specifieke wetgeving voor gedekte obligaties hebben vastgesteld, zijn de mogelijkheden beperkt om in deze markt standaardisering te brengen wat inschrijving en informatieverstrekking betreft. Dit kan een belemmering vormen voor de verdieping van de markt, de liquiditeit en de toegang voor de belegger, vooral in grensoverschrijdende gevallen. Een Europees kader voor een meer geïntegreerde markt voor gedekte obligaties kan bijdragen tot een vermindering van de financieringskosten voor banken die gedekte obligaties uitgeven, met name in een aantal lidstaten.

---

[48] Op het hoogtepunt van de crisis gaven de slechtst presterende Europese securitisatieproducten met AAA-rating in 0,1 % van de gevallen aanleiding tot wanbetaling. Ter vergelijking: in de VS leidden de overeenstemmende producten in 16 % van de gevallen tot wanbetaling. De meer riskante EU-securitisatie (met BBB-rating) presteerde ook goed: de slechtst presterende klassen leidden op het hoogtepunt van de crisis in 0,2 % van de gevallen tot wanbetaling. De wanbetaling voor Amerikaanse securitisaties met BBB-rating beliep daarentegen 62 %. Bron: EBA.

De Commissie zal vandaag een raadpleging openstellen over de ontwikkeling van een pan-Europees kader voor gedekte obligaties, voortbouwend op goed functionerende nationale regelingen zonder dat deze verstoord worden, en op basis van kwalitatief hoogwaardige normen en de beste praktijken op de markt. In de raadpleging zal ook gevraagd worden naar standpunten over het gebruik van soortgelijke structuren ter ondersteuning van kmo-leningen.

6. BEVORDERING VAN GRENSOVERSCHRIJDENDE INVESTERINGEN

Ondanks de grote vooruitgang die de afgelopen decennia is geboekt in de ontwikkeling van een interne markt voor kapitaal, zijn er nog steeds langjarige en diepgewortelde belemmeringen die grensoverschrijdende investeringen in de weg staan. Deze variëren van obstakels die hun oorsprong vinden in het nationale recht – het insolventie-, zekerheden- en effectenrecht – tot obstakels op het gebied van marktinfrastructuur, belastingen en veranderingen in het regelgevingskader die de voorspelbaarheid van voorschriften voor directe investeringen ondermijnen. De grensoverschrijdende risicospreiding in de EU is sinds het begin van de crisis zwakker geworden en ook de investeringen van buiten de EU zijn in dezelfde periode gedaald.

Door het wegwerken van een aantal lang bestaande belemmeringen die beleggers ervan weerhouden om hun geografische portefeuilles te diversifiëren, zouden aanzienlijke voordelen ontstaan voor kapitaalverstrekkers, investeerders en de Europese economie in haar geheel. Meer geïntegreerde EU-kapitaalmarkten zouden de EU-lidstaten ook aantrekkelijker maken als bestemming voor investeringen uit derde landen.

6.1. Rechtszekerheid en marktinfrastructuur voor grensoverschrijdende investeringen

Efficiënte en veilige infrastructuur voor transactieverwerking zijn essentieel voor goed functionerende kapitaalmarkten. Een bezorgdheid die opvallend uit de antwoorden op de raadpleging naar voren kwam, is dat de eigendom van effecten momenteel niet met rechtszekerheid kan worden vastgesteld wanneer de effecten uitgevende instelling en de belegger in verschillende lidstaten gevestigd zijn en/of effecten worden aangehouden door financiële instellingen in verschillende lidstaten. Deze situaties komen steeds vaker voor. Veel respondenten pleitten in de raadpleging op het groenboek voor bepalingen om te verduidelijken welk nationaal recht van toepassing is op een bepaalde grensoverschrijdende effectentransactie. Daarom is de Commissie voornemens de bestaande regels op dit gebied te verbeteren en te verruimen. Het is des te belangrijker de wetgeving te moderniseren gelet op de verwachte toename van grensoverschrijdende effectentransacties ten gevolge van de start van TARGET2-effecten (T2S).

Daarnaast zijn er verschillen in de nationale aanpak van de werking ten aanzien van derden in geval van overdracht van schuldvorderingen[49] , hetgeen leidt tot complicaties voor het gebruik daarvan als grensoverschrijdende zekerheid en voor beleggers moeilijkheden oplevert om een prijs te bepalen voor het risico van beleggingen in schuldinstrumenten. Dit gebrek aan rechtszekerheid beknot economisch belangrijke financiële transacties, zoals securitisaties die een robuust zekerhedenbeheer vereisen.

[49] Wanneer de oorspronkelijke kredietgever een schuldvordering aan een ander overdraagt.

De Commissie zal onmiddellijk doelgerichte voorstellen doen om de onzekerheid rond de eigendom van effecten weg te werken. Op basis van verdere raadpleging en effectenbeoordeling zal de Commissie ook eenvormige regels voorstellen om met rechtszekerheid vast te stellen welk nationaal recht van toepassing zal zijn op gevolgen ten aanzien van derden in geval van overdracht van schuldvorderingen.

De afgelopen jaren zijn vele barrières voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling van effecten opgeheven dankzij EU-wetgeving, zoals de verordening betreffende Europese marktinfrastructuur (EMIR)[50], de verordening betreffende centrale effectenbewaarinstellingen (CSDR)[51] en de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID II). Nu echter veel van deze bepalingen alsnog in werking zullen treden en recent het gemeenschappelijke afwikkelingsplatform TARGET2-effecten(T2S) is opgericht, is de context waarin transactieverwerking plaatsvindt, grondig aan het veranderen. Deze veranderingen drijven de herstructurering van de infrastructuur voor transactieverwerking aan en stimuleren innovatieve marktpraktijken, met name voor het beheer van zekerheden. De markten moeten worden gemonitord zodat de wetgeving gelijke tred houdt met deze veranderende praktijken, en tegelijkertijd moet worden gegarandeerd dat de veiligheid en de efficiëntie van het stelsel voor transactieverwerking niet wordt aangetast.

Ondanks deze vooruitgang, blijven er nog steeds obstakels voor een efficiënte grensoverschrijdende clearing en afwikkeling – waaronder een aantal die meer dan tien jaar geleden in het verslag-Giovannini[52] zijn aangewezen. Vele van deze belemmeringen vinden hun oorsprong in het uiteenlopende nationale eigendoms- en insolventierecht en in de nationale regels inzake het bezit van effecten die erg verschillen wat de juridische aard van de activa betreft. Deze verschillen kunnen leiden tot onzekerheid over de eigendom van een effect in geval van wanbetaling en over de vraag wiens rechten voorrang hebben in geval van insolventie. Onzekerheid over dergelijke fundamentele kwesties houdt echter grote juridische risico's in, bijvoorbeeld met betrekking tot de opeisbaarheid van zekerheden, en kan een bedreiging vormen voor de weerbaarheid van grensoverschrijdende stromen voor afwikkeling en zekerheidstelling.

Ter ondersteuning van efficiëntere en robuustere transactieverwerkende systemen en zekerhedenmarkten zal de Commissie een ruimere evaluatie verrichten van de vooruitgang die geboekt is bij het wegnemen van de door de Giovannini-groep vastgestelde belemmeringen voor grensoverschrijdende clearing en afwikkeling, na de tenuitvoerlegging van recente wetgeving en ontwikkelingen in de marktinfrastructuur.

6.2. Opheffing van nationale belemmeringen voor grensoverschrijdende investeringen

Consistentie in de toepassing, tenuitvoerlegging en handhaving van het wettelijk en toezichtkader is van cruciaal belang voor het vrije verkeer van kapitaal en de totstandbrenging van een gelijk speelveld. Nu in de EU een groot aantal financiële bepalingen zijn vastgesteld om grensoverschrijdende investeringen te vergemakkelijken, dient de aandacht te gaan naar de effectieve uitvoering en handhaving. Belemmeringen kunnen hun oorsprong vinden in de nationale wetgeving of administratieve praktijk. Sommige daarvan hebben betrekking op nationale overregulering ("gold-plating") ten opzichte van de Europese minimumregels terwijl

[50] Verordening (EU) nr. 648/2012.

[51] Verordening (EU) nr. 909/2014.

[52] http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf

andere mogelijk voortvloeien uit de afwijkende toepassing van de EU-regels. Andere belemmeringen zijn het gevolg van nationale maatregelen op gebieden waar er geen EU-wetgeving bestaat of waarvoor de bevoegdheid nationaal is gebleven.

Belemmeringen die niet via andere maatregelen worden aangepakt, waaronder de convergentie van het toezicht, zal de Commissie samen met de lidstaten onderzoeken en door een gezamenlijke aanpak wegwerken. De Commissie zal:

- een netwerk van 28 nationale contactpunten opzetten en bilaterale besprekingen aangaan over de mogelijkheid om nationaal op te treden tegen belemmeringen;
- beste praktijken ontwikkelen alsmede scoreborden, aanbevelingen en richtsnoeren opstellen op basis van de activiteiten binnen het netwerk.

De Commissie zal in samenwerking met de lidstaten een inventaris opmaken en ongerechtvaardigde nationale belemmeringen voor het vrije verkeer van kapitaal wegwerken wanneer deze onder meer het gevolg zijn van ontoereikende of gebrekkige convergentie in de interpretatie van het gemeenschappelijke rulebook en van de werking van het nationale recht, en een goed werkende kapitaalmarktenunie in de weg staan. Zij zal voor einde 2016 een verslag publiceren.

Convergentie van insolventie- en herstructureringsprocedures zou bijdragen tot meer rechtszekerheid voor grensoverschrijdende beleggers en een tijdige herstructurering van levensvatbare ondernemingen die in financiële moeilijkheden verkeren. In de raadpleging bestond ruime eensgezindheid over het feit dat het voor investeerders ten gevolge van inefficiënte en uiteenlopende insolventiewetgeving moeilijker is de kredietrisico's te beoordelen, met name bij grensoverschrijdende investeringen.

In het Doing Business-verslag van de Wereldbank van 2015 worden landen op basis van hun insolventiewetgeving gerangschikt op een schaal van 0 tot 16. Het gewone EU-gemiddelde is 11,6, dit is 5 % lager dan het OESO-gemiddelde voor landen met een hoog inkomen (12,2). Sommige lidstaten haalden een score van minder dan 8.

In 2014 publiceerde de Commissie een aanbeveling[53] over een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie, waarin de lidstaten aangemoedigd worden vroege-herstructureringsprocedures in te voeren en ondernemers een "tweede kans" te bieden. De aanbeveling bevat gemeenschappelijke beginselen voor nationale insolventieprocedures voor ondernemingen in moeilijkheden en maatregelen die gericht zijn op de beperking van de lengte en de kosten van de procedures voor kmo’s (bv. gebruik van standaardformulieren, gebruik van telecommunicatiemiddelen). Dankzij de aanbeveling is hieraan weliswaar nuttige aandacht besteed in de lidstaten die hun insolventieregeling willen hervormen, maar uit een evaluatie van de Commissie blijkt dat deze veranderingen slechts ten dele zijn uitgevoerd, zelfs in de landen die hervormingen op gang hebben gebracht[54].

De Commissie zal een wetgevingsinitiatief aangaande inzake insolventie van bedrijven voorstellen, onder meer over vroegtijdige herstructurering en een tweedekansbeleid, uitgaande van de ervaring met de aanbeveling. Met dit initiatief worden de belangrijkste obstakels voor het vrije verkeer van kapitaal aangepakt, uitgaande van goed functionerende nationale regelingen.

---

[53] COM(2014) 1500 final van 12.3.2014.

[54] Evaluatie van de tenuitvoerlegging van de aanbeveling inzake een nieuwe aanpak van faillissement en insolventie (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

Belastingkwesties zijn ook doorslaggevend voor beslissingen op het gebied van grensoverschrijdende investeringen. Twee bijzondere fiscale hinderpalen voor grensoverschrijdende investeringen zijn aangewezen als bijzonder relevant in de context van de kapitaalmarktenunie. In de eerste plaats worden veel beleggers bij grensoverschrijdende investeringen naar eigen zeggen nog altijd bestraft door de toepassing, naast hun binnenlandse belasting, van de plaatselijke bronbelasting die nagenoeg onmogelijk terug te vorderen is. Het probleem is een gevolg van de uiteenlopende nationale aanpak in de toepassing van bronbelastingen en de complexiteit van de procedures voor de terugvordering van deze belastingen. De potentieel discriminerende belasting van pensioenfondsen en levensverzekeringsmaatschappijen vormt ook een belemmering voor grensoverschrijdende investeringen.

Om de lidstaten ertoe aan te zetten stelsels van belastingvermindering bij inhouding van de bronbelasting in te voeren en snelle en gestandaardiseerde teruggaafprocedures vast te stellen, zal de Commissie beste praktijken bevorderen en samen met de lidstaten een gedragscode met beginselen voor vermindering van de bronbelasting ontwikkelen. De Commissie zal ook onderzoek verrichten naar discriminerende fiscale hinderpalen voor grensoverschrijdende beleggingen door levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen en zal indien nodig inbreukprocedures inleiden.

Momenteel zijn er ongeveer 200 bilaterale investeringsverdragen tussen lidstaten (intra-EU-BIT's"), waarin uiteenlopende normen voor de behandeling van grensoverschrijdende investeringen binnen de interne markt zijn vastgesteld en die onverenigbaar zijn met het Unierecht. De Commissie heeft onlangs juridische stappen tegen deze intra-EU-BIT's ondernomen. Zij zal samen met de lidstaten onderzoeken of aanvullende maatregelen nodig zijn om de waarborgen voor grensoverschrijdende beleggers verder te versterken en op die manier de interne markt aantrekkelijker te maken als bestemming voor beleggingen.

6.3. Bevordering van financiële stabiliteit en toezichtconvergentie

Door het bevorderen van meer diverse financieringskanalen zal de kapitaalmarktenunie de veerkracht van het financiële stelsel van de EU verder verbeteren[55]. Tegelijkertijd is waakzaamheid nodig ten aanzien van de risico's voor de financiële stabiliteit op de kapitaalmarkten. De afgelopen jaren heeft de EU een reeks hervormingen doorgevoerd om de kapitaalmarkten transparanter, robuuster en beter gereguleerd te maken, onder meer door de risico's op de derivatenmarkten via EMIR te verminderen, de MiFID-regels voor verhandeling veiliger en transparanter te maken en ervoor te zorgen dat alle beheerders van alternatieve fondsen in de EU aan regulering worden onderworpen via de abi-beheerdersrichtlijn. Verdere hervormingen zijn aan de gang via de verordening effectenfinancieringstransacties (SFTR)[56], het voorstel inzake geldmarktfondsen en het komende wetgevingsvoorstel over herstel en afwikkeling van correlatiehandelsportefeuilles (CTP's). De Raad voor financiële stabiliteit (FSB) heeft als prioriteit zwakke punten met betrekking tot entiteiten die op de kapitaalmarkten aan bankactiviteiten verwante activiteiten ontplooien, te onderzoeken en te verhelpen Een mondiale regelgevende aanpak van potentiële

---

[55] Toespraak van V. Constâncio, vicevoorzitter van de ECB.

[56] Zoals uiteengezet in de SFTR zal de Commissie, op basis van de resultaten van de werkzaamheden in de desbetreffende internationale fora en met de bijstand van de ESMA, de EBA en het ESRB, in 2017 aan het Europees Parlement en de Raad rapporteren over de voortgang in de internationale werkzaamheden voor de beperking van aan SFT's verbonden risico's, met inbegrip van de FSB-aanbevelingen inzake haircuts (surpluspercentages) op niet-centraal verrekende SFT's en de geschiktheid daarvan voor de Europese markten.

nieuwe systeemrisico's zal niet alleen de financiële stabiliteit ondersteunen maar ook grensoverschrijdende investeringen bevorderen.

De Commissie zal samenwerken met het FSB en de ESA's naast het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) om mogelijke risico's voor de financiële stabiliteit als gevolg van marktgebaseerde financiering te beoordelen. Verder analytisch werk zal worden verricht, bijvoorbeeld om een beter inzicht te krijgen in de kwesties van marktliquiditeit en verwevenheid binnen het financiële stelsel en om na te gaan of bijkomende macroprudentiële instrumenten moeten worden ontwikkeld. De Commissie zal in het kader van de komende evaluatie van het ESRB indien nodig veranderingen aanbrengen in het macroprudentiële kader.

Met betrekking tot het toezicht kwam er in de raadpleging positieve feedback over het raamwerk dat de EU na de financiële crisis in 2011 heeft opgezet. Hoewel er vooruitgang is geboekt voor de oprichting van het Europees systeem voor financieel toezicht en de invoering van het gemeenschappelijke rulebook, is in de raadpleging ook gewezen op het belang van de convergentie in het toezicht en een consistente tenuitvoerlegging en toepassing van de EU-wetgeving inzake financiële diensten – een zaak die ook in het verslag van de vijf presidenten over de voltooiing van de economische en monetaire unie aan bod is gekomen.

In de wetgeving over kapitaalmarkten die de afgelopen jaren is aangenomen, wordt op een aantal gebieden een belangrijke rol toebedeeld aan de ETA's. In de reacties op de raadpleging is met name de ESMA opgeroepen een sterkere rol te spelen en te werken aan meer convergentie in het toezicht op de wetgeving en de marktrapportage, zodat het gemeenschappelijke rulebook in de hele EU op consistente wijze wordt toegepast. De inspanningen die de afgelopen jaren geleverd zijn om een gemeenschappelijk rulebook voor de kapitaalmarkten op te stellen, moeten leiden tot meer geïntegreerde en efficiëntere kapitaalmarkten. Een diepgaande financiële integratie zal moeten samengaan met meer aandacht van de ESMA voor convergentie van toezichtresultaten in de EU, onder meer over jaarrekeningen, met als doel een goede werking van de interne markt. De ESMA zou zich meer kunnen richten op het identificeren, ondersteunen en bevorderen van beste praktijken om te komen tot efficiënte toezichtpraktijken van de lidstaten en vergelijkbare resultaten in de EU. In dit verband moet deze autoriteit meer systematisch en efficiënt gebruik maken van de instrumenten waarover zij beschikt, in het bijzonder thematische en collegiale toetsingen par land.

De Commissie zal met de ESMA samenwerken om een strategie te ontwikkelen en uit te voeren voor de versterking van de convergentie in het toezicht en om te bepalen op welke gebieden een meer geïntegreerde aanpak de werking van de interne markt voor kapitaal kan verbeteren. De Commissie zal met de ESMA ook samenwerken om de doeltreffendheid van haar thematische en nationale peer-reviewbesluitvorming te verbeteren. Zij zal in 2016 een witboek publiceren over het beheer en de financiering van de ETA's.

De kapitaalmarktenunie is een klassiek project voor de interne markt ten behoeve van alle 28 lidstaten. Om het potentieel van de kapitaalmarkten te helpen optimaliseren zal de Commissie via de dienst voor ondersteuning van structurele hervormingen een strategie ontwikkelen om de lidstaten waar nodig technische bijstand te verlenen ter versterking van de specifieke capaciteiten van de nationale kapitaalmarkten.

6.4. Het bevorderen van internationale investeringen

Om te kunnen floreren moeten de kapitaalmarkten van de EU zich openstellen en de wereldwijde concurrentie aangaan en moeten zij in staat zijn extra aandelen- en obligatiebeleggingen van internationale investeerders aan te trekken. De kapitaalmarktenunie zal ertoe bijdragen de kapitaalmarkten van de EU aantrekkelijker te maken voor internationale beleggers, door de juridische en administratieve kosten voor grensoverschrijdende transacties weg te werken en door een grotere convergentie in de resultaten van het toezicht in Europa te verzekeren. Gezien het mondiale karakter van de kapitaalmarkten moet voor de kapitaalmarktenunie rekening worden gehouden met de bredere mondiale context en moet worden verzekerd dat de Europese kapitaalmarkten volwaardig deel blijven uitmaken van het internationale financiële stelsel. De Commissie zal nauw blijven samenwerken met de EU-lidstaten en derde landen in internationale fora zoals de FSB en IOSCO om convergerende beleidsmaatregelen te ontwikkelen ter ondersteuning van de ontwikkeling van mondiale kapitaalmarkten. Daarnaast zal de Commissie streven naar de oprichting van samenwerkingsverbanden met belangrijke derde landen met betrekking tot regelgeving voor financiële diensten, met als doel de integratie van de kapitaalmarkten te versterken.

De EU moet met haar beleid inzake internationale handel en investeringen een belangrijke rol spelen in de ondersteuning van internationale investeringen. Internationale handels- en investeringsakkoorden leiden tot een liberalisering van het kapitaalverkeer, reguleren de markttoegang en de investeringen, inclusief voor het aanbod van financiële diensten, en kunnen bijdragen tot een passend niveau van bescherming en een gelijk speelveld voor beleggers. De Commissie zal ook blijven deelnemen aan internationale werkzaamheden op het gebied van het vrij verkeer van kapitaal, ook in de context van de OESO-codes voor de liberalisering van het kapitaalverkeer.

7. VOLGENDE STAPPEN EN VOORTGANGSBEGELEIDING

Dit actieplan bevat de prioritaire acties die nodig zijn om investeringen te bevorderen in alle lidstaten en in de EU en om de spaargelden beter af te stemmen op de groei. De voorbereiding van de voorgestelde maatregelen zal gepaard gaan met passende vormen van overleg en effectbeoordeling voor de verschillende opties om de doelstellingen te bereiken.

Om deze maatregelen met succes te kunnen opstellen en uitvoeren is een volgehouden, gecoördineerde inspanning vereist. Dit is een project voor alle 28 lidstaten en de Commissie zal nauw met de EU-lidstaten en met het Europees Parlement samenwerken om deze voorstellen uit te voeren.

Om vanaf het begin een dynamiek tot stand te brengen, worden vandaag al concrete voorstellen bekendgemaakt en zullen andere snel volgen. De eerste maatregelen omvatten een totaalpakket betreffende securitisatie met geactualiseerde kalibraties voor de CRR, de definitie van infrastructuur en herziene kalibraties voor Solvabiliteit II alsmede een voorstel voor de herziening van de prospectusrichtlijn. Op andere gebieden kan verder overleg met de belanghebbenden noodzakelijk zijn. Tegelijkertijd zal de Commissie met de lidstaten besprekingen aangaan over aangelegenheden zoals fiscaliteit en insolventie, zodat op de middellange tot lange termijn vooruitgang kan worden geboekt.

Het succes van de kapitaalmarktenunie zal ook afhangen van de marktdeelnemers. Financiële intermediairs moeten hun bijdrage leveren om het vertrouwen van hun klanten te herstellen en het vertrouwen in de kapitaalmarkten in Europa op te bouwen. Dit actieplan omvat

marktgestuurde initiatieven en de Commissie verzoekt de betrokken partijen prioriteit te geven aan de vooruitgang die op deze gebieden te realiseren is.

Voorts zal de Commissie blijven onderzoeken welke de belangrijkste tekortkomingen en belemmeringen zijn voor diepere kapitaalmarkten in Europa en zal zij analysen hoe deze het best worden overwonnen zonder de sterke aandacht voor de bescherming van beleggers en het markttoezicht te laten verslappen.

Naast de jaarlijkse verslagen zal de Commissie in 2017 een omvattende inventarisatie voorbereiden en op basis hiervan zal worden beslist of bijkomende maatregelen nodig.

De Commissie zal regelmatig over de voortgang rapporteren aan het Europees Parlement en de lidstaten.

Bijlage 1: Lijst van maatregelen en indicatief tijdschema

Financiering voor innovatie, startende bedrijven en niet-beursgenoteerde ondernemingen		
Ondersteuning van durfkapitaal en aandelenfinanciering	Voorstel voor pan-Europese paraplufondsen en meerlandenfondsen voor durfkapitaal	Q2 2016
	Evaluatie van EuVECA- en EuSEF-wetgeving	Q3 2016
	Studie over fiscale stimulansen voor durfkapitaal en business angels	2017
Informatiebelemmeringen voor investeringen in kmo's uit de weg ruimen	Verbetering van feedback van banken in geval van weigering van kmo-leningaanvraag	Q2 2016
	Inventaris van bestaande lokale of nationale steun- en adviseringscapaciteit in de EU ter bevordering van beste praktijken	2017
	Onderzoek naar mogelijkheden om pan-Europese informatiesystemen te ontwikkelen of ondersteunen	2017
Bevordering van innovatieve vormen van bedrijfsfinanciering	Verslag over crowdfunding	Q1 2016
	Ontwikkeling van gecoördineerde aanpak voor kredietverlening door fondsen en onderzoek naar noodzaak van toekomstig EU-kader	Q4 2016
Vlottere toegang voor ondernemingen tot openbare markten en vlottere manieren om kapitaal aan te trekken		
Verbetering van toegang tot openbare markten	Voorstel tot modernisering van prospectusrichtlijn.	Q4 2015
	Evaluatie van regelgevende belemmeringen voor toegang van kmo's tot openbare markten en mkb-groeimarkten	2017
	Evaluatie van EU-markten voor bedrijfsobligaties, met aandacht voor mogelijke verbetering van marktliquiditeit	2017
Ondersteuning van aandelenfinanciering	Aanpakken van fiscale ongelijkheid tussen eigen vermogen en vreemd vermogen, als onderdeel van gemeenschappelijke geconsolideerde heffingsgrondslag voor de vennootschapsbelasting	Q4 2016
Langetermijn-, infrastructuur- en duurzame investeringen		
Ondersteuning van infrastructuurinvesteringen	Aanpassing van Solvabiliteit II-kalibraties voor beleggingen van verzekeraars in infrastructuur en Europese langetermijninvesteringsfondsen	Q3 2015
	Herziening van kapitaalvereisten voor banken, met wijzigingen in infrastructuurkalibraties, indien nodig	Lopend
Consistentie van EU-rulebook voor financiële diensten garanderen	Verzoek om verzameling van informatie over cumulatieve impact van financiële hervorming	Q3 2015
Bevordering van retail- en institutionele beleggingen		

Meer keuze en meer concurrentie op retailniveau	Groenboek over financiële retaildiensten en verzekeringen	Q4 2015
Retailbeleggers helpen om meer waar voor hun geld te krijgen	Beoordeling van Europese retailmarkten voor beleggingsproducten	2018
Ondersteuning van pensioensparen	Onderzoek naar noodzaak van beleidskader voor invoering van Europese particuliere pensioenen	Q4 2016
Meer kansen voor institutionele investeerders en fondsbeheerders	Beoordeling van prudentiële behandeling van private equity en onderhands geplaatste obligaties in Solvabiliteit II Raadpleging over voornaamste belemmeringen voor grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen.	2018 Q2 2016
Uitbreiding van bankcapaciteit ter ondersteuning van ruimere economie		
Versterking van lokale financieringsnetwerken	Onderzoek naar mogelijkheid voor alle lidstaten om vergunning te verlenen aan kredietverenigingen die buiten toepassingsgebied van EU-kapitaalvereisten voor banken	Lopend
Opbouw van Europese securitisatiemarkten	Voorstel voor eenvoudige, transparante en gestandaardiseerde securitisaties (STS) kalibratie en herziening van kapitaalkalibraties voor banken	Q3 2015
Ondersteuning van bancaire financiering van ruimere economie	Raadpleging over EU-kader voor gedekte obligaties en soortgelijke structuren voor kmo-leningen	Q3 2015
Bevordering van grensoverschrijdende investeringen		
Opheffing van nationale belemmeringen voor grensoverschrijdende investeringen	Verslag over nationale belemmeringen voor vrij kapitaalverkeer	Q4 2016
Verbetering van marktinfrastructuur voor grensoverschrijdende investeringen	Gerichte actie betreffende regels inzake eigendom van effecten en gevolgen voor derden van overdracht van vorderingen Evaluatie van voortgang bij wegnemen van resterende Giovannini-belemmeringen	2017 2017
Bevordering van convergentie van insolventieprocedures	Wetgevingsinitiatief inzake insolventie van ondernemingen, om belangrijkste belemmeringen voor het vrije kapitaalverkeer aan te pakken	Q4 2016
Afschaffing van grensoverschrijdende fiscale belemmeringen	Beste praktijken en gedragscode voor procedures voor belastingvermindering bij inhouding van bronbelasting Studie over discriminerende fiscale hinderpalen voor grensoverschrijdende investeringen van pensioenfondsen en levensverzekeraars	2017 2017

Versterking van convergentie van toezichtpraktijken en capaciteitsopbouw voor kapitaalmarkt	Strategie voor convergentie van toezicht, ter verbetering van werking van interne markt voor kapitaal Witboek over financiering en governance van ETA's Ontwikkeling van strategie voor verstrekking van technische bijstand aan lidstaten om capaciteit van kapitaalmarkten te ondersteunen	Lopend Q2 2016 Q3 2016
Verbeteren van capaciteit ter vrijwaring van financiële stabiliteit	Evaluatie van Europees macroprudentieel kader	2017